

Yönetim güçlendirmenin firmanın finansal performansı ve risk alma davranışı üzerindeki etkisi¹

Tülay İlhan Nas

Karadeniz Teknik Üniversitesi, İ.İ.B.F. İşletme Bölümü, Trabzon
e-posta: tulayco@ktu.edu.tr

Ayşegül Çarkcı

Marmara Üniversitesi, SBE İşletme Bölümü, İstanbul
e-posta: aysegulcarkci@gmail.com

Özet

Çalışmanın temel amacı, yönetim güçlendirmenin hem firmanın finansal performansını hem de risk alma davranışını nasıl ve ne yönde etkilediği sorusuna gelişmekte olan ülke bağlamının yaratacağı farklılıklar göz önüne alınarak yanıt aramaktır. Vekalet kuramı ve temsil teorisi çerçevesinde geliştirilen araştırma hipotezleri 336 firmadan elde edilen ikincil veriler ışığında, bir dizi kontrol değişkeni de göz önüne alınarak, hiyerarşik regresyon analizi ile test edilmiştir. Analiz sonuçları, güçlendirilmiş yönetimin firmanın finansal performansını ve risk alma davranışını farklı düzeylerde ve farklı yönlerde etkilediğine işaret etmektedir. Bulgular bütün olarak değerlendirildiğinde, Türkiye bağlamında yönetim güçlendirme ile örgütsel sonuçlar arasındaki ilişkiyi açıklamada temsil teorisi bakış açısının, vekalet kuramına kıyasla, daha baskın olduğu görülmektedir.

Anahtar kelimeler: Yönetim güçlendirme, finansal performans, Ar-Ge yoğunluğu, uluslararasılaşma

1. Giriş

Son dönemlerde, yönetim literatüründe kurumsal yönetişim alanına artan bir ilginin olduğu görülmektedir. Özellikle üst yönetimin yapısı ve stratejik kararlar üzerindeki etkileri incelenmektedir. Bu doğrultuda, yönetim kurulu yapısı ile finansal performans arasındaki ilişkiye odaklanan çok sayıda çalışma gerçekleştirilmesine rağmen (örn., Bonn vd., 2004; Hermalin ve Weisbach, 2003;

¹ Bu çalışmanın bir bölümünün önceki versiyonu, 23. Ulusal Yönetim ve Organizasyon Kongresi'nde "Muhan Soysal En İyi Bildiri" ödülüne layık görülmüştür.

Bhagat ve Black, 2002; Dalton vd., 1998), yönetimin firma etkinliğindeki rolü ile ilgili hala yanıtı bulunamayan birçok araştırma sorusu bulunmaktadır.

Bu çalışma ise yönetim güçlendirmenin firma performansı üzerindeki etkisinin daha iyi anlaşılmasına katkıda bulunmayı ummaktadır. İncelemeyi iki araştırma sorunsalı yönlendirmektedir; (1) Yönetim güçlendirme, diğer bir ifadeyle, yönetim kademesine tanınan geniş haklar ve verilen yetkiler, firmanın hem finansal performansını hem de risk alma davranışını nasıl ve ne yönde etkilemektedir? Yönetim güçlendirmenin firmanın performansı üzerindeki etkisini ele alan çalışma sayısı oldukça kısıtlıdır. Bununla birlikte sınırlı sayıdaki bu çalışmalarda bile derin görüş ayrılıklarının bulunduğu görülmektedir. Bu çalışma çerçevesinde, bahsedilen ilişki ele alınmaya çalışılarak literatürdeki tartışmalara katkıda bulunulması umulmaktadır. Ayrıca, ilgili literatürde yönetim güçlendirmenin CEO sahipliği gibi sadece belirli bir boyuta odaklanarak ele alındığı görülmektedir. Mevcut çalışmada ise yönetim güçlendirme farklı üç boyutta ele alınarak daha kapsamlı incelenmeye çalışılmaktadır.

(2) Yönetim güçlendirmenin firma performansı üzerindeki etkisini, gelişmekte olan ülke özellikleri göz önüne alındığında, vekalet kuramı mı yoksa temsil teorisi mi daha iyi açıklamaktadır? Vekalet kuramı ile temsil teorisinin yönetim güçlendirmeye bakış açısı farklılaşmaktadır. Vekalet kuramına göre, fazla güçlendirilmiş bir yönetim hissedarların çıkarlarını göz önüne almak yerine bireysel çıkarlarına öncelik tanıyacak, örgütsel çıktıları olumsuz yönde etkileyecektir. Diğer yandan, temsil teorisi alternatif bir yaklaşım sunmakta, yönetici ve hissedarların çıkarlarının aynı yönlü olduğunu ileri sürmekte ve bu doğrultuda güçlendirilmiş bir yönetimin firmanın çıkarlarını her zaman kendi çıkarlarının önünde tutacağını belirtmektedir (Davis vd., 1997). Bu çalışmada Türkiye gibi gelişmekte olan bir ülkede hangi kuramın açıklayıcılık gücünün daha fazla olduğu ortaya konulmaya çalışılmaktadır.

Literatürdeki mevcut çalışmaların önemli bir kısmı Amerika ya da Anglosakson ülkeler gibi gelişmiş ülkelere odaklanmaktadır. Gelişmekte olan ülkeleri ele alan çalışma sayısı oldukça azdır. Kurumsal yönetimin varsayımları ve sonuçları farklı kurumsal bağlamlarda farklı etkiler yaratabilmektedir (örn., Claessens ve Laeven, 2003; La Porta vd., 1998, 1999, 2002; Claessens vd., 2002). En uygun yönetim yapıları gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde büyük oranlarda değişmektedir (örn., Aguilera ve Jackson, 2003; Bebhuk ve Hamdani, 2009; Farooque ve diğerleri, 2007) ve hatta gelişmekte olan ülkeler arasında bile farklılıklar olabilmektedir (Durnev ve Fauver, 2007). Gelişmekte olan ekonomiler yönetim güçlendirmenin örgütsel düzeydeki çıktıları üzerindeki etkilerini araştırmak için iyi bir ortam sunmaktadır. Gelişmiş ülkeleri konu alan uluslararası işletmecilik literatürü profesyonel yöneticilerin firmaların uluslararasılaşma süreçleri ve performansı üzerindeki etkilerini vurgulamaktadır (Hutchinson vd.,

2006; Leonidou vd., 1998). Bununla birlikte, aile sahipli ve kontrollü işletmelerin ön plana çıktığı gelişmekte olan ekonomilerde (Amsden ve Hikino, 1994; Guillén, 2000) ise üst düzey yöneticilerden ziyade aile üyelerinden oluşan yönetim kurulu üyelerinin firmaların stratejik kararları üzerinde daha fazla etkiye sahip olduğu görülmektedir (Selekler-Gökşen ve Yıldırım-Öktem, 2008). Bu çalışmada, aile holdinglerinin yaygın örgütsel form olarak görüldüğü iş dünyasıyla Türkiye'deki ortamdan hareket ederek bahsedilen ilişkinin ele alınmasının farklı bir bakış açısı sunacağı düşünülmektedir.

Bu çalışmada araştırmanın modelinin sunulacağı ilk bölümde, yönetim güçlendirme boyutlarının firmanın finansal performansı ve risk alma davranışı üzerindeki etkileri, gelişmekte olan ülke bağlamının yaratacağı farklılıklar gözönüne alınarak tartışılacaktır. Daha sonra, değişkenler arası bağlantılara ilişkin geliştirilen hipotezler, örneklemden elde edilen verilere dayanarak sınanacaktır. Tartışma ve gelecek çalışmalara yönelik önerilerle çalışma son bulacaktır.

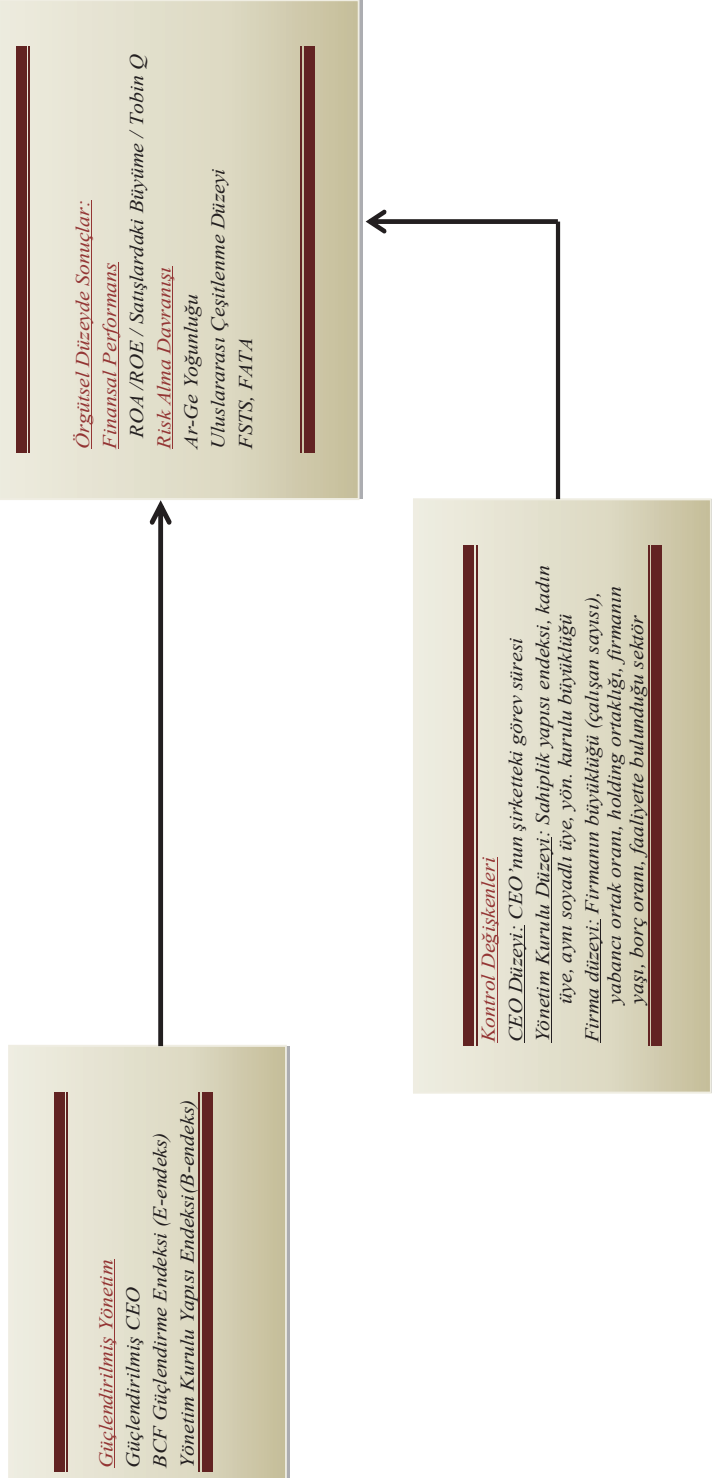
2. Çalışmanın kavramsal çerçevesi ve araştırma modeli

Bu çalışmada yönetim güçlendirmenin örgütsel sonuçlar üzerindeki etkisi bir dizi kontrol değişkeni de gözönüne alınarak araştırılmaya çalışılmaktadır. İlgili literatür ışığında geliştirilen araştırma modeli Şekil 1'de sunulmaktadır. Yönetim güçlendirme, üst düzey yöneticilere tanınan hakların genişletilmesi olarak ele alınmaktadır. Modelde de görüldüğü üzere bu çalışmada güçlendirilmiş yönetim; güçlendirilmiş CEO, BCF güçlendirme endeksi (E-endeks) ve yönetim kurulunun yapısı endeksi (B-Endeks) düzeyinde ele alınmaktadır. Daha önce de ifade edildiği üzere, ilgili literatürde günümüze kadar yapılan çalışmalarda genelde bu boyutlardan biri ele alınarak güçlendirilmiş yönetim araştırılmaktadır. Bu çalışmada üç boyutun birlikte ele alınmasının nedeni, hem daha detaylı bir bakış açısı sunması hem de yönetim güçlendirmeyi CEO düzeyinde ele almak yerine, gelişmekte olan ülkelerde CEO'larla kıyaslandığında çok daha önemli bir etkiye sahip olan yönetim kurulları düzeyinde araştırarak güçlendirilmiş yönetimi daha kapsamlı incelemektir.

Çalışmada örgütsel sonuçlar ise firmanın finansal performansı ve risk alma davranışı olarak iki ana boyutta incelenmektedir. İlgili literatürdeki eleştirileri ortadan kaldırabilmek için finansal performans hem muhasebe tabanlı ölçümler hem de defter değeri olarak ele alınmaktadır. Risk alma davranışı ise, Ar-Ge yoğunluğu ve uluslararasılaşma olarak araştırılmaktadır. Bundan sonraki bölümde güçlendirilmiş yönetim ile örgütsel çıktılar arasındaki ilişkiler, vekalet kuramının ve temsil teorisinin farklı bakış açıları çerçevesinde geliştirilen hipotezlerle ortaya konulmaya çalışılmaktadır.

Şekil 1

Güçlendirilmiş Yönetimin Firmanın Finansal Performansı ve Risk Alma Davranışı Üzerindeki Etkisini Açıklayıcı Kuramsal Bir Model



3. Güçlendirilmiş CEO'nun örgütsel sonuçlar üzerindeki etkisi

CEO güçlendirme, CEO'nun yetki alanının genişletilmesi olarak ele alınmaktadır. CEO'yu güçlendiren mekanizmalar temsil teorisinin bakış açısını yansıtmaktadır (Kim ve Lu, 2011). Temsil teorisi, hissedarlar ve yöneticiler arasındaki çıkar çatışmasının varlığını reddetmekte ve yöneticilerin hizmet rolünü vurgulamaktadır. Güçlendirilmiş CEO'ların görevlerini kötüye kullanmadan kaçınacağını ve vekalet maliyetlerinin azalacağını ileri sürmektedir. Güçlendirme, yöneticilerin firmanın kontrolünü ya da işlerini kaybetme tehdidi olmaksızın uzun dönemli stratejik amaçlara odaklanmalarına fırsat tanımaktadır (Johnson ve Rao, 1997). Diğer bir ifadeyle, daha az güçlendirilen yönetim, vekalet maliyetlerini arttırmakta ve yöneticilerin kısa dönemli projelere ya da gelirlere odaklanmalarına neden olmaktadır. Bu nedenle güçlendirme daha uzun dönemli olan ve risk içeren uluslararasılaşma, Ar-Ge gibi faaliyetler için yönetime daha fazla yetki kazandırmaktadır.

Diğer taraftan vekalet kuramı, yönetim kurullarının temel görevinin yöneticileri denetlemek ve onların kişisel çıkarları doğrultusunda davranmalarını engellemek olduğunu, ancak bu görevleri yerine getirebilmek için de yönetsel etkilerden bağımsız olması gerektiğini ileri sürmektedir (Nicholson ve Kiel, 2007). Güçlendirilmiş CEO'lar, yönetim kurullarının yönetsel fırsatçılıkları azaltmak için yöneticileri denetleme faaliyetleri ve risk almayı cesaretlendirecek yönetim mekanizmalarını oturtmaları önünde bir engel olarak görülmektedir (Boyd vd., 2010). Kim ve Lu (2011), güçlendirilmiş üst düzey yönetimin örgütsel çıktılar üzerindeki etkisinin belirli bir düzeyden sonra olumsuzla döndüğünü ifade etmektedirler. Fazla güçlendirilen CEO'ların riskten kaçınma davranışı sergilemeleri beklenmektedir (Lewellyn ve Muller-Kahle, 2012). Yönetim güçlendirme firmaların uluslararasılaşma stratejileri önünde de ciddi bir engel olarak görülmektedir (Filatotchev vd., 2001).

Ancak Kim ve Lu (2011) bu noktada dışsal yönetim mekanizmalarının belirleyici rolüne dikkat çekmektedirler. Gelişmekte olan ülkeler gibi zayıf kurumsal bağlamların hakim olduğu çevrede, yatırımcı hakları yeterince korunmadığı için güçlendirilmiş CEO'ların kendi çıkarları paralelinde risk azaltıcı faaliyetlerle ilgilendiklerini belirtmektedirler. Gelişmiş ülkelerde hakim olan güçlü kurumsal çevrede ise hissedar hakları sistem tarafından korunduğu için CEO'nun güçlendirilmiş olup olmamasının örgütsel sonuçlar üzerinde etkili olmayacağını ortaya koymaktadırlar. Aguilera vd. (2003) ise 2002-2005 yılları arasında 22 farklı ülkede yönetilen 279 uluslararası firma ile gerçekleştirdikleri çalışmalarında yönetsel güçlendirmenin olumlu ya da olumsuz etkilerinin finansal piyasalardan gelen dışsal baskılardan kaynaklanmasına bağlı olduğunu ileri sürmektedirler.

Berle ve Means (1932)'in sahiplik ve kontrolün birbirinden ayrılması gerektiğini savunduğu öncü çalışmaları Batı ortamında yönetilen kurumsal yönetim çalışmalarının temelini oluşturmaktadır. Ancak gelişmekte olan ülkelerde asil-vekil çatışmasından ziyade sahiplik yoğunlaşması, geniş aile sahipliği ve kontrolü ve azınlık hissedarların zayıf yasal korumaları paralelinde asil-asil çatışmasının baskın olduğu görülmektedir (Young vd., 2008; Peng vd., 2008). Gelişmekte olan ülkelerin önemli bir özelliği, pazar destekli kurumların düzenleyici yönetim mekanizmaları için çok zayıf olması ve bu durumun firmanın stratejik seçimlerini sınırlamasıdır (North, 1990; Khanna ve Palepu, 2000; Peng, 2003; Ramamurti, 2004). Bu nedenle üst yönetimin faaliyetleri ve sorumlulukları vekalet kuramının gerçeklerini yansıtan gelişmiş ülkelerdekine göre farklılaşmaktadır. Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde, üst yönetim bağımsız profesyonel yöneticilerden ziyade aile üyeleri ya da uzun dönem birlikte çalışılmış, artık aileden biri olmuş profesyonel yöneticilerden oluşmaktadır (Young vd., 2001; Yıldırım-Öktem ve Üsdiken, 2007). Bu yöneticilerin en iyi şekilde firmaya hizmet etmek için kendilerini adadıkları, firma çıkarlarını kendi çıkarlarının üstünde tuttukları görülmektedir (Selekler-Gökşen ve Karataş, 2008: 136). Dolayısıyla Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde temsil teorisinin beklentilerinin daha geçerli olacağı ileri sürülmektedir:

Hipotez 1: Türk firmalarında, CEO'nun² güçlendirilmesi (a) firmanın daha yüksek finansal performans (b) firmanın daha riskli davranışlar sergilemesine yol açmaktadır.³

CEO ikiliği, CEO güçlendirme potansiyelini arttıran bir uygulama olarak karşımıza çıkmaktadır (Jensen ve Meckling, 1976; Rhoades vd., 2001). CEO ikiliğinin, diğer bir ifadeyle, aynı kişinin eşanlı olarak hem yönetim kurulu başkanı hem de CEO veya genel müdür görevlerini üstlenmesinin firma çıktıları üzerindeki etkileri konusunda akademik dünyada görüş ayrılıkları bulunmaktadır. Bir kısım araştırmacı CEO ikiliği ile performans arasında anlamlı bir ilişki bulamamışken (örn., Baliga vd., 1996; Dalton vd., 1998; Weir ve Liang, 2000; Chen vd., 2008), bir kısmı pozitif yönlü ilişkiyi vurgulamaktadır (örn., Dehaene,

² Her ne kadar ilgili literatür paralelinde bu çalışmada CEO olarak ifade edilse de Türkiye'de CEO kelimesi çok fazla karşılığını bulamamıştır. Bu çalışma kapsamında, daha önceki çalışmalarla da paralel olarak (örn., Kula, 2005), CEO ve genel müdür kavramları aynı anlamda kullanılmakta ve literatürle uyumlu olması için CEO olarak ifade edilmektedir.

³ Bu çalışmada, detayları araştırma tasarımı bölümünde sunulan, finansal performans göstergeleri olarak aktif kârlılık, özsermaye kârlılığı, satışlardaki büyüme ve Tobin Q; risk alma davranışı olarak da Ar-Ge yoğunluğu, uluslararası çeşitlenme düzeyi ve çokulusluluk dereceleri (FSTS ve FATA) ele alınmaktadır. Dolayısıyla, bu hipotez çerçevesinde, CEO güçlendikçe aktif kârlılığın, özsermaye kârlılığının, satışlardaki büyümenin ve Tobin Q değerlerinin artması beklenmektedir. Aynı şekilde, CEO ikililiğinin risk alma davranışı olarak ele alınan Ar-Ge yoğunluğunu, uluslararası çeşitlenme düzeyini ve çokulusluluk derecesini arttırması beklenmektedir.

Vuyst, ve Ooghe, 2001; Daily, 1995; Rechner ve Dalton, 1991; Donaldson ve Davis, 1991). Bir kısım araştırmacı, yönetim kurulu başkanının ve CEO'nun iki ayrı kişi olduğu firmaların, bu iki rolün aynı kişide toplandığı firmalara göre daha yüksek performans sergilediklerini ortaya koymaktadır (örneğin, Rechner ve Dalton, 1991; Rhoades, Rechner ve Sundaramurthy, 2001; Kula, 2005; Kaymak ve Bektas, 2008; Filatotchev ve Wright, 2011). Iyengor ve Zampelli (2009), Demsetz ve Villalonge (2001) ve Rashid (2013) CEO ikiliği ile Tobin Q olarak ele aldıkları firma performansları arasında anlamlı bir ilişkiye ulaşamamışlardır. Elsayed (2011) ise CEO ikiliği ve firma performansı arasındaki ilişkiyi farklı bir bakış açısıyla ele alarak, CEO ikiliği ile Tobin Q arasındaki ilişkiyi incelediği çalışmada yönetim kurulu büyüklüğünün moderatör etkisine dikkati çekmektedir.

Vekalet kuramı bakış açısına göre, yönetim kurulunun görevi, ortaklar adına yöneticileri gözetimde tutarak şirket stratejisini ve performansını yönlendirmektir (Jensen ve Meckling, 1976; Fama ve Jensen, 1983). Ancak CEO ikiliği CEO'nun yetki alanı genişletmekte ve yönetim kurulunun gözetim etkinliğini azaltmaktadır. Yönetim kurulunun bağımsız gözetim rolü önündeki en büyük tehlike olarak görülmektedir (Dalton ve Kesner, 1987). Bu yapıda yönetim kurulu başkanının bağımsızlığı yok olmakta, yönetimin başarısızlığı durumunda yönetim kurulunun harekete geçmesi ve yönetimi görevden alması zorlaşmaktadır (Jensen, 1993). Dolayısıyla dünya genelinde düzenleyici kurumlar tarafından yönetim kurulu başkanının ve icra başkanının aynı kişi olmaması gerektiği ifade edilmektedir.

Temsil teorisi ise, CEO ikiliğinin (birleşik liderlik yapısının) performansı olumlu yönde etkilediğini ifade etmektedir (Boyd, 1995; Donaldson ve Davis, 1991; Daily ve Dalton, 1994; Brickley vd. 1997; Dehaene vd., 2001; Tian ve Lau, 2001; Kiel ve Nicholson, 2003). CEO ikiliğinin, belirsizliği azaltıcı bir komuta birliği yarattığı ve iyi tanımlanmış yetki ve sorumluluk alanları ile çatışmaları azalttığı düşünülmektedir (Fayol, 1949; Galbraith, 1977). CEO ikiliği karar alma hızını arttırmakta ve vekalet maliyetlerini azaltmaktadır (Kaymak ve Bektaş, 2008). Lewellyn ve Muller-Kahne (2012) Amerika'da faaliyette bulunan finans firmalarını inceledikleri çalışmalarında, daha az güçlü yöneticilerin risk almadan kaçınan davranışlar sergilediklerine dikkati çekmektedirler. Daha güçlü yöneticilerin olumlu sonuçlara yöneldiklerini ve daha fazla risk alma eğiliminde olduklarını ortaya koymaktadırlar. Aynı şekilde, Li ve Tang (2010), CEO ikiliğinin CEO'ya aşırı güven verdiğini, firmanın risk alma davranışını güçlendirdiğini ortaya koymaktadırlar.

Firmanın liderlik yapısı ortakların kimliğinden etkilenmektedir. Ailenin doğrudan hissedarlar arasında yer aldığı firmalarda CEO ikiliği desteklenmekte (Kang ve Zardkoohi, 2005; Yamak vd., 2006) ve kontrol için bir araç olarak kullanılabilir (Yamak vd., 2006). Anglosakson yazınında önemle üzerinde

durulduğu gibi yöneticinin etkin bir şekilde kontrol edilmesi amacıyla CEO ikiliği yapısından kaçınılması gerektiği yönündeki söylem birçok gelişmekte olan pazarda olduğu gibi Türk iş dünyasında da temel bulamamaktadır (Yamak vd., 2006). Öncelikle aileden olmayan profesyonel yönetici hissedarlar adına kontrol edilmesi gereken bir güç oluşturmamaktadır (Buğra, 1997; Yıldırım-Öktem ve Üsdiken, 2007). Profesyonel yöneticilerin konumunun zayıflığı kendilerinin hem CEO ya da genel müdür hem de yönetim kurulu başkanı olarak görevlendirilmelerini engellemektedir. Firmalarda egemen olan yoğun sahiplik oranı ve merkezi yönetime dayanan yapı, az sayıdaki büyük hisse sahibinin yöneticileri doğrudan denetleyebilmesine olanak tanımaktadır (Demirag ve Serter, 2003; Kula, 2005). Profesyonel yöneticilerin stratejik karar almaktan ziyade bir danışman olarak görev yaptıkları savunulmaktadır (Buğra, 1997). CEO'nun aileden olmadığı durumlarda, CEO genellikle aile ile uzun dönemli yakın ilişkileri olan profesyonel yöneticiler arasından atanmaktadır (Ararat ve Uğur, 2003: 67-68). Bu doğrultuda, CEO ikiliği Türk firmaları için bir tehlike oluşturmamaktadır. Ayrıca, CEO'nun işletme grubunda, diğer bir ifadeyle büyük piramitte, gelecek kariyerinin önemli bir karar vericisi, firma başarısına yaptığı katkılardır. Dolayısıyla, profesyonel yönetici, firmayı kısa dönemli bireysel çıkarları doğrultusunda kullanmak yerine, uzun süreli kariyer hedefleri çerçevesinde şirketin sahibi olan aile üyeleri ile birlikte firma adına en iyi faaliyeti gerçekleştirmek için kendini adamaktadır (Selekler-Gökşen ve Karataş, 2008: 136-137).

Burada yapılan açıklamalar bir bütün olarak değerlendirildiğinde, gelişmekte olan ülkelerde, CEO ikiliğinin örgütsel sonuçlar üzerinde daha olumlu etkiler yaratma potansiyeline sahip olduğu görülmektedir:

Hipotez 1a: Türk firmalarında, CEO ikiliği (a) firmanın daha yüksek finansal performans (b) firmanın daha riskli davranışlar sergilemesine yol açmaktadır.

CEO hissedarlığı ve sahiplik oranı, CEO'yu güçlendiren diğer önemli içsel mekanizmalardır. Temsil teorisi, CEO'nun hissedarlar arasında yer aldığı durumlarda, CEO'nun kişisel zenginliğinin firma değerinin artmasına bağlı olduğu için CEO sahipliğinin firma performansını olumlu yönde etkilemesini beklemektedir (Coles vd., 2001). Vekalet kuramı da, CEO sahipliği ile örgütsel sonuçlar arasında olumlu yönde bir ilişki olduğunu ileri sürmektedirler (Jensen ve Meckling, 1976). CEO sahipliği, hissedarların çıkarları ile CEO'nun çıkarlarının ortak noktada buluşması için bir motivasyon aracı olarak görülmekte (Chang, 2003; Li vd., 2007) ve yöneticinin kendi kişisel çıkarı için riskten kaçınma davranışı sergilemesini engelleyeceği varsayılmaktadır (Sanders ve Hambick, 2007). Dolayısıyla izleme maliyetlerini ve yönetimin değer yaratmayan stratejileri üstlenme eğilimlerini azaltmaktadır.

İlgili literatürde CEO sahipliği ile örgütsel sonuçlar arasındaki ilişkiyi ele alan araştırmalarda bir fikir birliği olduğunu ifade etmek güçtür. Bir taraftan, CEO sahipliği ile örgütsel sonuçlar arasında herhangi bir ilişki elde edemeyen çalışmalar bulunmaktadır. Örneğin, Himmelberg vd. (1999) Tobin Q ile CEO sahipliği arasında anlamlı bir ilişki bulamamışlardır. İspanyol firma örneklemleri ile gerçekleştirdikleri çalışmalarında Fernandez ve Gomez (2002), yönetsel sahipliğin hem ROA hem de piyasa değerinin defter değerine oranı üzerinde etkisi olmadığını ortaya koymuşlardır. Benzer şekilde, Agrawal ve Knoeber (1996) ve Firth vd. (2007), sırasıyla Amerikan ve Çinli firmalarla gerçekleştirdikleri çalışmalarında sahipliğin firma performansı üzerinde etkili olduğunu ortaya koyan bulgulara rastlayamamışlardır.

Diğer taraftan, CEO sahipliğinin örgütsel sonuçlar üzerindeki olumlu etkisini ortaya koyan çalışmalar bulunmaktadır. Örneğin, Lu vd. (2009), borsaya kote olan Çin firmalarından oluşan bir örneklemlerle gerçekleştirdikleri çalışmada CEO'nun hisse oranı arttıkça firmaların uluslararasılaşma kararlarını olumlu yönde etkilediğini ifade etmektedirler. Diğer bir ifadeyle, CEO'nun sahiplik oranı arttıkça firmanın uluslararasılaşma/risk alma eğilimleri olumlu yönde etkilenmekte (Eisenmann, 2002) ve daha yüksek ihracat yoğunluğuna yol açmaktadır. Daha güçlü bireyler geniş risk alma eğiliminde olmaktadır (Judge, 2012).

Ancak yapılan araştırmaların önemli bir kısmı, CEO'nun hissedar olup olmamasından ziyade sahiplik düzeyinin önemine dikkat çekmektedir. Walters vd. (2008), CEO sahiplik oranları ile firma performansı ve risk alma davranışı arasında doğrusal olmayan ilişkiye dikkat çekmektedirler. CEO'nun belirli bir düzey sahipliğe kadar hissedarların gelirlerini arttırmaktan ziyade kişisel risklerini azaltmayı tercih edeceklerini ifade etmektedirler. CEO'nun sahipliği önemsiz düzeylerde olduğunda CEO'nun ve hissedarın çıkarları farklılaşmaktadır. Bu durumda, CEO'lar aldıkları risk sonucunda performanslarının düşük olması nedeniyle gelirlerini ve işlerini kaybetme, başarısız olma endişesi taşımakta ve riskten kaçınma davranışı sergilemektedirler. Orta düzey CEO sahipliğinde ise CEO sahipliğinin gelirler üzerindeki etkisinin olumlu olmakla birlikte sahiplik düzeyinin artışı ile bu etkinin tekrar olumsuzla dönmesi beklenmektedir (Walters vd., 2008).

Yüksek düzeylerde CEO sahipliğinin örgütsel sonuçlar üzerindeki olumsuz etkisinin sebeplerinden biri, firmada yanlış kaynak dağıtımına yol açabilmesidir. Diğer bir ifadeyle, artan düzeylerde CEO sahipliği Ar-Ge gibi uzun dönemli firma değerini arttıran yatırımlardan kaçınmalara neden olabilmektedir (Lee ve O'Neill, 2003). Özellikle CEO'nun firmadaki hisse oranı kendi kişisel zenginliği içinde önemli bir paya sahipse hissedarların gelirlerini azaltıcı olsa bile daha az çeşitli bir yatırım portföyü oluşturma ve riskten kaçınan kararlar alma eğiliminde

olmaktadırlar (Eisenmann, 2002). Ayrıca McGuire ve Matta (2003), sahiplik düzeyi arttıkça sahiplik baskısının daha az ilgi uyandıracağını ve riski en alt düzeyde tutma yönündeki dinamiklerin daha baskın olacağını belirtmektedirler.

Kim vd. (2004) ise gelişmekte olan bir pazarda faaliyette bulunan halka arz edilen firmaları inceledikleri araştırmalarında firma performansı ile yönetim sahipliği arasında eğrisel (curvilinear) bir ilişki bulmuşlardır. Ancak Walters vd.'den farklı olarak, düşük ve yüksek düzeydeki CEO sahipliğinin performansı olumlu, orta düzeydeki sahipliğin ise olumsuz etkilediğine dikkat çekmektedirler. Morck vd. (1988), Griffith (1999), Short ve Keasey (1999) ve Hanson ve Song (2000)'un çalışmaları da, sahiplik oranları farklı olmakla birlikte, Kim vd. (2004)'nin bulgularını destekler niteliktedir. Uluslararası yönetim farklılıklarını ele alan araştırmalardan Calessens vd. (2002)'nin çalışmaları, sahiplik yoğunlaşmasının baskın olduğu Doğu Asya ülkelerinde, aile sahipliğindeki firmalarda, güçlendirmenin etkisiyle tutarlı bir biçimde, büyük hissedarlar tarafından kontrol artışının firma değerinin düşmesine neden olduğu ortaya konmuştur.

Az gelişmiş pazarlarda yüksek bilgi asimetrisinden dolayı, gelişmiş ekonomilere göre, yönetim sahipliği yöneticiyi daha fazla güçlendirmektedir. Diğer bir ifadeyle, yaşanan bilgi asimetrisinden dolayı sahiplik yapısı daha önemli bir role sahip olmaktadır (Kim ve Lu, 2011). Zayıf kurumsal bağlamlarda vekalet problemleri daha belirgin yaşanmaktadır. Bilgi asimetrisinin yoğun yaşandığı gelişmekte olan ekonomilerde yüksek sahiplik oranı CEO'lara değer maksimizasyonu yaratmayan davranışlar sergilemeleri için gerekli ortamı yaratmaktadır (Kim vd., 2004). Bu nedenle, Kim ve Lu (2011), güçlü kurumsal bağlamlarda sahiplik düzeyinin performans üzerinde hiçbir etkisi olmasa da; gelişmekte olan pazarlarda, sahiplik oranı ile performans arasındaki ilişkinin belirli bir sahiplik düzeyine kadar olumlu, sonrasında ise olumsuza dönmesi beklenmektedir.

Türkiye ortamında CEO sahipliği CEO kurucu aileden olmadığı sürece çok sık rastlanan bir uygulama değildir. Firmada pay sahipliği verilen profesyonel yöneticilerin önemli bir kısmı ise uzun yıllar firmada çalışan ve aile ile sıkı ilişkileri olan bireylerdir. Bu doğrultuda ailenin ve dolayısıyla firmanın çıkarlarına ters davranmaları beklenmemektedir. Profesyonel yönetici sahipliği, sahiplik düzeyleri her ne olursa olsun, yöneticinin firma faaliyetlerini daha fazla içselleştirme fırsatı yaratmakta, aileden biri gibi davranmalarına yol açmaktadır.

Bu açıklamalar ışığında aşağıdaki alt hipotezler geliştirilmiştir:

Hipotez 1b: Türk firmalarında, CEO sahiplik oranı, hangi düzeyde olursa olsun, (a) firmanın daha yüksek finansal performans (b) firmanın daha riskli davranışlar sergilemesine yol açmaktadır.

Hipotez 1c: Türk firmalarında, CEO hissedarlığı (a) firmanın daha yüksek finansal performans (b) firmanın daha riskli davranışlar sergilemesine yol açmaktadır.

CEO'nun kurucu aileden ya da profesyonel bir yönetici olup olmaması özellikle Türkiye gibi aile baskın yönetimlerin yaygın olduğu gelişmekte olan ülkelerde yönetim güçlendirmenin bir göstergesi olarak ele alınmaktadır. CEO'nun kurucu aileden olması onun firma içindeki gücünü daha da sağlamlaştırmaktadır. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde aile üyeleri bağımsız yöneticilere kıyasla firma için daha olumlu potansiyele sahiptir (Selekler-Göksen ve Karataş, 2008: 136). Kurucu aileden CEO'lar tarafından yönetilen firmalar daha yüksek performans sergilemektedirler (Tan vd., 2001). Aile işletmesi bir sonraki jenerasyona aktarılması gereken bir miras gözüyle bakıldığı için firma performansı aileden olan CEO için büyük öneme sahiptir (Filatotchev vd., 2007: 560; Selekler-Goksen ve Karatas, 2008: 135).

Hipotez 1d: Türk firmalarında, CEO'nun kurucu aileden olması (a) firmanın daha yüksek finansal performans (b) firmanın daha riskli davranışlar sergilemesine yol açmaktadır.

4. BCF güçlendirme endeksinin (E-Endeks'in) örgütsel sonuçlar üzerindeki etkisi

BCF güçlendirme endeksi (entrenchment index-E-Endeks), yönetsel güçlendirmeyi ölçmek için, Bebchuk, Cohen ve Ferrell (2009) tarafından, Investor Responsibility Research Center (IRRC) ve Gompers, Ishii ve Metrick (2003) tarafından geliştirilen Kurumsal Yönetişim Endeksinin (GIM Endeks) 24 unsurundan altısına odaklanarak geliştirilen bir endekstir. Bu altı unsur hissedarların temelde sahip oldukları oy kullanma güçleri üzerindeki sınırlamaları ifade etmektedir. Kısmi veya kademeli yönetim kurulu (staggered board), şirket ana sözleşmesinde oy hakkına kısıtlama getirme (limits to shareholder amendments of the bylaws), şirket birleşmelerinde büyük çoğunluk (supermajority requirements for mergers) ve tüzük değişikliğinde büyük çoğunluktan (supermajority requirements for charter amendments) oluşan dört unsur, hissedarların çoğunluğunun yönetime isteklerini empoze edebilme derecesini sınırlamaktadır. Dolayısıyla bu dört unsurun varlığı, yönetim kurullarının gücünü arttırmaktadır. Zehirli haplar (poison pills) ve altın paraşütlerden (golden parachute) oluşan diğer iki unsur ise düşmanca ele geçirme teklifi hazırlamada en fazla bilinen ve dikkat çeken ölçümlerdir (Bebchuk vd., 2009). Bu iki unsurun varlığı da yönetim kurullarının gücünü arttırıcı bir etki yaratmaktadır. Bu unsurları daha detaylı ele alacak olursak;

Kısmi ya da kademeli yönetim kurulu (a classified or staggered board provision): Bu yönetim kurulu yapısında şirket ana sözleşmesinde yönetim kurulu üç sınıfa ayrılmaktadır. Söz konusu gruplardan biri her yıl seçilirken, üçte biri birkaç yıl için, diğer grup da farklı zaman diliminde seçilmektedir (Bebchuk ve Cohen, 2005; Bates ve diğerleri, 2008). Bu durum bütün yönetim kurulu üyelerinin aynı zaman diliminde seçilmesini engelleyerek ele geçirmek isteyen şirketin, hedef şirketin hisselerinin çoğuna sahip olsa bile, hedef şirketi ele geçirmesini zorlaştırmaktadır. Kademeli yönetim kurulunun bu özelliği, onu ele geçirmelere karşı en önemli ve etkili savunma taktiklerinden biri haline getirmektedir (Gompers vd., 2003; Guo vd., 2008; Bebchuk vd., 2009). Bu yönetim kurulu yapısı yöneticilerin güçlerini arttırmakta ve büyük hissedarların kontrol haklarını zayıflatmaktadır (Gompers vd., 2003).

Şirket ana sözleşmesinde oy hakkına kısıtlama getirme (limits to shareholder bylaw amendments): Bu alt endeks hissedarın şirket sözleşmesini değiştirme yeteneğini sınırlamaktadır. Bu durum tüzük değişikliğinde büyük çoğunluğun oy ihtiyacına dönüşebilmektedir.

Zehirli haplar (poison pills): Ele geçirme teklifini daha maliyetli yapan ya da karar almada yönetim kurullarını güçlendiren bir ele geçirme savunması yöntemidir (Sokolyk, 2011). Hedef şirket yönetimi tarafından ele geçirme girişimini önlemek amacıyla şirketin hissedarlarına verdiği haklar olarak tanımlanmaktadır (Bebchuk vd, 2009; Danielson ve Karpoff, 1998). Yönetim kurulunun zehirli hapların kullanımına yönelik kararı şirket ana sözleşmesinde var olan bir hükme dayandırılmalıdır (Hwang ve Kim, 2012). Bu haklar sayesinde hisse senedi sahiplerine düşük maliyetle hisse senedi sahipliği ya da oy hakkının yükseltilmesi sağlanmaktadır (Gompers vd., 2003). Bu haklar hissedarın onayı alınmaksızın ve yöneticinin istediği herhangi bir zamanda hissedarlara tanınmaktadır (Danielson ve Karpoff, 2006). Bu yöntem payların azaltılması (flip-over) ya da payların sulandırılması (flip-in) şeklinde olmak üzere iki şekilde kullanılmaktadır.

Altın paraşütler (golden parachutes): Bir şirketin yönetimine herhangi bir nedenle son verildiğinde söz konusu şirket tarafından şirketin tepe yöneticilerine büyük miktarda tazminat ödeneceğinin taahhüt edilmesi ve şirket sözleşmesinde bu duruma yer verilmesidir (Gompers vd., 2003; Evans ve Hefner, 2009). Altın paraşütler şirketin yöneticisinin değişmesini önleyen, yöneticiyle mevcut hissedar arasındaki uzun dönemli bir tazminat sözleşmesidir. Bu taktik yöneticilere büyük çapta ekonomik katkı sağladığından hedef şirketin ele geçirme maliyetini artırıcı bir etki yapmaktadır (Gitman, 2003).

Şirket birleşmelerinde büyük çoğunluk (supermajority requirements for mergers): Bu boyut birleşme karşıtı bir strateji olup şirket ana sözleşmesinde değişiklik yapılarak birleşme gibi kararların alınmasında gerekli olan karar yeter

sayısının artırılmasıdır. Firmadaki birleşmenin onaylanması için hisse senedi sahiplerinin yüzde 75-85'inin birleşme lehinde karar alması gibi bir düzenlemenin yapılarak ele geçirmelerin önüne geçilmesi olarak tanımlanmaktadır (Brigham ve Houston, 2001). Büyük çoğunluk taktığı uygulandığında şirketin blok hisselerini elinde tutan hissedarlar şirketin kontrolünü kaybetse bile, şirketin birleşmesine karşı duruş sergileyerek ele geçirmeleri engelleyebilirler.

Tüzük değişikliği (charter amendments): Paydaşın şirket yönetmeliğini değiştirme yeteneğini sınırlamasıdır. Diğer bir ifadeyle şirket tüzüğünü değiştirmek için çoğunluğun oyu aracılığıyla hissedarın yeteneğini sınırlamaktadır.

E-endeks en fazla altı değerini almaktadır. Endeks değerinin sıfır olması demokrasiyi, 4 veya fazla olması ise diktatörlüğü nitelendirmektedir (Giroud ve Mueller, 2011; Gu ve Hackbaarth, 2013). Diğer bir ifadeyle, yüksek olması zayıf paydaş haklarını, azalması ise güçlü paydaş haklarını ifade etmektedir. Bu değer arttıkça yöneticilerin sahip oldukları güç artmakta, hissedarların kontrol hakları zayıflamaktadır (Gompers vd., 2003; Cremers ve Ferrell., 2013). Dolayısıyla yönetici firmayı kendi çıkarları doğrultusunda arzu ettiği gibi kullanabilmektedir. Gompers vd. (2003), Bebchuk vd. (2005), Kesten (2010), her ne kadar sebepleri üzerinde bir fikir birliğine varamasalar da, E-endeks ile firma değeri arasında olumsuz yönde bir ilişki elde etmişlerdir.

Türkiye'deki koşulları göz önüne aldığımızda, diğer gelişmekte olan pazarlar gibi, vekalet kuramının ileri sürdüğü yönetici ve hissedar arasındaki çatışmadan ziyade sahiplik yoğunlaşması paralelinde kontrol eden ve kurucu aile üyelerinden oluşan büyük hissedarlar ve azınlık hissedarlar arasındaki çatışma ön plana çıkmaktadır (Kaymak ve Bektas, 2008). Türkiye kanunsal düzenlemeler, muhasebe standartları ve hissedarların korunması gibi alanlarda zayıf kurumların, piramit sahipli işletme gruplarının ve aile temelli sahiplik yoğunlaşmasının hakim olduğu bir kurumsal yönetim çevresine sahiptir (Yurtoglu, 2003: 3; Demirag ve Serter, 2003: 48). Ülkeler arasındaki farklılıkları ele alan birçok çalışma, ülkelerin yasal yapıları ile finansal gelişme, yatırımcı koruma ve çeşitli kurumsal yönetim konuları arasındaki anlamlı ilişkileri ortaya koymaktadır (La Porta vd., 1998, 1999, 2002; Claessens ve Laeven, 2003). Türkiye de azınlık hissedarların en az korunduğu Fransız özel hukuk kuralları geleneğinde olan bir ülkedir (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, ve Vishny, 1997, 1998). Selekler-Gökşen ve Karataş (2008: 138) Türkiye'de dışsal yönetim mekanizmasının oldukça zayıf olduğunu belirtmektedirler. Bu anlamda Yurtoglu (2003) Türkiye'yi içsel sistem olarak sınıflandırmaktadır. Türk firmalarının önemli düzeydeki sahipliği kurucu ailelerin elindedir (Demirbağ ve Serter, 2003). Aileler doğrudan ya da dolaylı olarak halka açık olan firmaların % 70'ine sahiptir ve kontrolü elinde bulundurmaktadır (Yurtoglu, 2003). Bu nedenle firma kontrolü için dışsal yönetim mekanizması

olarak pazara güvenmeleri mümkün görünmemektedir (Selekler-Goksen ve Karatas, 2008: 138). Firma kontrolü için aktif pazarların sözkonusu olmadığı çevresel bağlamlarda, özellikle gelişmekte olan ülkelerin önemli bir kısmında, ortaya çıkan tek kurumsal yönetim biçimi sahiplik yoğunlaşmasıdır (Yurtoğlu, 2003; Claessens vd., 2002; Shleifer ve Vishny, 1997). Kurucu aile üyeleri hem firmayı yönetmekte hem de firma üzerinde daha fazla kontrolü elinde tutmak istemektedir (Bugra, 2007). Kurucu aile üyeleri firmadaki pozisyonlarını korumakta ve sahip oldukları bu gücü kendilerinin hükmedemediği bir yönetim kurulu ile paylaşmak istememektedirler. Dolayısıyla yönetimi güçlendirmeden kaçınmakta, E-endeksin değerini en alt düzeyde tutmaya çalışmaktadırlar. E-endeksin yüksek olduğu durumlarda çoğunluk paya sahip hissedarın kontrol hakkı ve etkinliği zayıflamaktadır. CEO güçlendirmede de ifade edildiği üzere, CEO işletme grubundaki uzun vadedeki kariyerini düşünerek çoğunluk paya sahip aile ile birlikte hareket edip şirketin çıkarlarına odaklanmakta, firmanın performansını artırma çabasında olmaktadır. Bununla birlikte E-endeks CEO'dan ziyade, çeşitli kesimlerden üyelere sahip tüm yönetim kurulunu güçlendiren bir yapıyı ifade etmektedir. E-endeksin yüksek olması büyük hissedarın haklarını zayıflatmakta ve yönetim kuruluna isteklerini empoze edebilme derecelerini sınırlandırmakta ve bu durum yönetim kurullarına firmayı kendi çıkarları doğrultusunda arzu ettikleri gibi kullanabilme hakkı tanımaktadır. Örneğin, bir dış üye yönetim kurulunda bulunmasının olumlu yanlarını daha önemli görerek firmanın faydasına olsa bile riskli yatırımlara girmekten kaçınabilmekte ve E-endeksin yüksek olduğu bir kurolda çoğunluğa sahip hissedarın bu duruma müdahalesi sınırlandırılabilir.

Burada yapılan açıklamalar bir bütün olarak değerlendirildiğinde, güçlendirme endeksinin örgütsel sonuçları olumsuz olarak etkilemesi beklenmektedir.

Hipotez 2: Türk firmalarında, E-Endeksin değerinin yüksek olması (a) firmanın daha düşük finansal performans (b) firmanın daha düşük riskli davranışlar sergilemesine yol açmaktadır.

5. Yönetim Kurulu yapısı endeksinin (B-endeks) örgütsel sonuçlar üzerindeki etkisi

CEO'nun yapısal gücünü etkileyebilen diğer bir unsur yönetim kurulunun bağımsızlık derecesidir (Bhagat ve Black, 2002). Yönetim kurulu yapısı endeksi yönetim kurulunun bağımsızlığını ifade etmektedir. Bu değer yüksek oluşu artan bağımsızlığı nitelemektedir. Temsil teorisi, iç üyenin firma hakkında daha fazla bilgiye sahip olduğunu ve firma çıkarlarını bağımsız üyeye kıyasla daha fazla gözeteceğini ifade ederek örgütsel sonuçlara daha olumlu yansıtacağını ileri

sürmektedir. Buna karşın, vekalet kuramının varsayımları göz önüne alındığında, bağımsız üye desteklenmektedir. Yönetim kurullarında bağımsız yönetici sayısının artması yönetim kurulunun bağımsızlığının bir göstergesi olarak kabul edilmektedir (Üsdiken ve Yıldırım-Öktem, 2008: 47). Rhoades vd. (2001) tarafından gerçekleştirilen meta analizde bu alanda yapılan çalışmalarda bir fikir birliği olmadığı görülse de önemli bir kısmı yönetim kurulunun bağımsızlığının CEO'nun gücünü gerçekten kontrol altına alabildiğini göstermektedir (Lewellyn ve Muller-Kahle, 2012). Buchholtz ve Ribbens (1994) bağımsız üye oranı ile pay alım teklifinin kabul edilme olasılığı arasında olumlu bir ilişki bulurken, bağımsız üyenin baskın olduğu yönetim kurullarında CEO'nun güçlendirilmesinin belirtileri olan zehirli hap düzeylerinin (Brickley vd., 1994), kurumsal altın paraşüt düzenlemelerinin (Singh ve Harianta, 1989) ve yeniden fiyatlandırma seçeneklerinin (re-price underwater options) (Pollock vd., 2002) daha az olduğu görülmektedir. Diğer bir ifadeyle, yönetim kurulunun bağımsızlığı ne kadar fazla olursa CEO'nun gücü o kadar sınırlanmaktadır.

Rhoades ve Rechner (2001) Amerikan kökenli çokuluslu işletmeleri konu aldıkları çalışmalarında bağımsız üye sayısı ile risk arasında olumlu bir ilişki bulmuşlardır. Lu vd.'nin (2009) Çin bağlamındaki bulguları ve Filatotchev vd.'nin (2008) Avrupa Birliği ülkelerinde ele ettikleri bulgular bağımsız üye sayısının uluslararasılaşma üzerinde olumlu yönde etki yarattığını ortaya koymaktadır. Bu bulgularla tutarlı olarak, Lien vd. (2005) bağımsız üyelerin varlığı ile Tayvan'daki DYY proje kararlarının alınması arasında aynı yönlü ilişki bulmuşlardır. Bu çalışmalar asil-vekil çatışmasından hareket ederek yöneticilerin riskten kaçınma davranışından olumsuz olarak etkileneceğini varsaymaktadır. Yöneticiler özellikle firmanın uluslararasılaşması noktasında bilmedikleri yabancı pazarlara açılmanın yaratacağı risklerden kaçınarak hissedarların çıkarına olsa bile işletme fırsatlarını görmezden gelebilmektedirler. Bağımsız yöneticilerin CEO ya da diğer yöneticilerden bağımsız olarak kararlar alması beklenmektedir (Johnson vd., 1996: 418; Kaymak ve Bektas, 2008: 552). Onlara yöneticilere karşı azınlık hissedarların çıkarlarını korumada önemli bir rol verilmektedir (Peng, 2004: 457; Rhoades ve Rechner, 2001: 313). Dolayısıyla, bağımsız üyelerin yoğun olduğu yönetim kurullarının daha riskli stratejiler tercih etmesi beklenmektedir (Rhoades ve Rechner, 2001).

Türkiye'deki kurumsal yönetim bağlamı göz önüne alındığında ise, bağımsız yöneticilerin fonksiyonlarının ve onlara biçilen rolün farklılaştığı görülmektedir. Daha önce de ifade edildiği üzere, Türkiye'deki yönetim kurullarının önemli bir kısmı aile üyelerinden veya onlar tarafından atanan yöneticilerden oluşmaktadır (Yurtoglu, 2000, 2003; Selekler-Goksen ve Karatas, 2008; Yıldırım-Öktem ve Üsdiken, 2007). Her ne kadar Yeni Türk Ticaret Kanunu ve Kurumsal Yönetim İlkeleri ile yönetim kurulları içindeki oranları ve

sorumlulukları güçlendirilmeye çalışılsa da Türk firmalarının yönetim kurullarındaki bağımsız üyelerin varlıkları ve faaliyetleri sorgulanmaktadır (Üsdiken ve Yıldırım-Öktem, 2008: 44; Arıkboğa ve Menteş, 2010: 110). Üsdiken ve Yıldırım-Öktem (2008: 68), yönetim kurullarında bağımsız üyelere yer verilmesinin önemli bir sebebinin dışsal kurumsal baskılar olduğunu ileri sürmektedirler. Türkiye de dahil olmak üzere dünya genelinde en iyi kurumsal yönetim raporlarında bağımsız üye önerilmektedir (Zattoni ve Cuomo, 2010). Türkiye’de bağımsız yöneticiler kurucu aile üyelerinin kararlarını sorgulamak ya da onlara karşı azınlıkların haklarını koruma ve hizmet etme gibi bir rolden ziyade danışman rolüne sahip olabilmektedirler (Üsdiken ve Yıldırım-Öktem, 2008: 68; Gökşen ve Karataş, 2008: 136). Bağımsız yöneticiler, firma hakkında sadece aile üyelerinin kendilerine aktardığı kadar bilgiye sahip olabilmekte, aile üyelerinin faaliyetlerini objektif olarak gözlemleyememekte ve sorgulayamamaktadırlar (Anderson ve Reeb, 2004: 216). Zaten yönetim kurullarında bulunmakla kendilerine hem maddi kaynak hem de prestij sağlayan bağımsız yöneticileri atayanlar da aile üyeleridir ve onlarla olan ilişkilerini zedelemek istememektedirler. Böyle bir durumda vekalet teorisinin bağımsız yöneticilere yüklediği sorumluluklar Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde iş hayatına aktarılamamaktadır.

Bununla birlikte, bağımsız yöneticiler aile işletmelerinde kendilerinden beklenen rolleri, yukarıda aktarılan nedenlerden dolayı, hedeflenen düzeyde ve aktif olarak sergileyemeseler de varlıklarının bir noktaya kadar da olsa işletmeleri olumlu yönde etkilemesi beklenmektedir. Uluslararasılaşma gibi stratejik kararlarda sahip oldukları çeşitli kaynakları, yetenekleri ve danışmanlık hizmetleri ile aile firmalarına farklı bakış açıları ve kaynaklar sunarak ufuklarını genişletmelerine katkıda bulunabilmektedirler (Calabro ve Mussolini, 2013; Gabrielsson ve Winlund, 2000). Sahip aile üyelerine sundukları danışmanlık hizmeti firmanın alacağı yeni stratejik kararları inşa etmede ve riski yönetmede firmanın kapasitesini geliştirme fırsatı yaratabilmekte (Zahra, 2003) ve alınan stratejik kararların uygulanmasında olumlu bir etki yaratabilmektedirler (Calabró ve Mussolini, 2013; Calabró vd., 2009). Ayrıca bağımsız yöneticiler, açık ve objektif görüşleriyle uluslararasılaşma ile ilgili konularda aile bireyleri arasındaki görüş farklılıklarını yönetebilmektedirler (Calabró vd. , 2009). Aile üyelerinin riske karşı korumacı tutumlarını yumuşatabilmekte ve stratejik ataletlerini kırmada etkin olabilmektedirler (Basly, 2007).

Burada yapılan açıklamalar bir bütün olarak değerlendirildiğinde, yönetim kurulu yapısı endeksinin örgütsel sonuçları olumlu olarak etkilemesi beklenmektedir.

Hipotez 3: Türk firmalarında, yönetim kurulu yapısı endeksinin yüksek olması (a) firmanın daha yüksek finansal performans (b) firmanın daha riskli davranışlar sergilemesine yol açmaktadır.

6. Araştırma tasarımı

6.1. Örneklem

Hem araştırmanın amacı ve içeriği dikkate alındığında daha anlamlı sonuç vereceği hem de tesadüfi ve sistematik hataları engellemek düşüncesiyle, araştırma örnekleme, *kasıtlı örnekleme yöntemi* kullanılarak belirlenmiştir. Çalışmanın örnek kütesinin belirlenmesinde temelde iki kriter göz önüne alınmıştır. Bunlar; (1) Kamu Aydınlatma Platformunda (KAP) yer almasıdır. Araştırmada kullanılan firma bilgilerine KAP'tan daha detaylı bir biçimde ulaşılabilmektedir. Veri toplama süreci 28.12.2013 ile 30.01.2014 tarihleri arasında gerçekleştirilmiştir. 28.12.2013 tarihinde KAP veritabanında kayıtlı 482 adet firma bulunmaktadır. (2) Finansal kuruluşlar örneklem dışında bırakılmıştır. Çalışmada bankalar, yatırım ortaklıkları, sigorta şirketleri, finansal kiralamalar, leasingler, fonlar ve faktöring şirketleri farklı muhasebe kurallarına ve kayıt sistemlerine sahip oldukları ve dolayısıyla finansal değişkenleri hesaplamada yanıltıcı sonuçlar vereceği için burada dikkate alınmamıştır. Burada belirtilen kriterler göz önüne alındığında toplam 380 firma incelenmiş, bu şirketlerden 44 tanesi hakkında veriye ulaşılamamıştır. Dolayısıyla çalışma örneklemini 336 firma oluşturmaktadır. Örneklemi oluşturan firmaların sektörel düzeyde endeks dağılımı Tablo 1'de özetlenmektedir.

6.2. Veri toplama araçları

Bu çalışmada ikincil verilerden yararlanılmıştır. Çalışmanın bağımsız değişkenleri ile bilgilerin büyük bir kısmı, KAP (www.kap.gov.tr), Borsa İstanbul (www.borsaistanbul.com) ve Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği'nde (<http://www.tkyd.org/tr/>) yayınlanan faaliyet raporlarından ve kurumsal yönetim ilkelerinden elde edilmiştir. Finansal oranların hesaplanmasında ise burada belirtilen ikincil kaynakların yanı sıra özellikle Tobin Q değeri için gerekli olan hisse senedi piyasa fiyatını hesaplamak için <https://www.gedik.com>, www.bigpara.com ve <http://www.isyatirim.com.tr/> veri kaynaklarından yararlanılmıştır.

6.3. Değişkenlerin ölçümleri ve araştırma yöntemi

Çalışmada kullanılan değişkenler, ölçüm yöntemleri ve elde edilen kaynakları Tablo 2'de sunulmaktadır.

Tablo 1

Sektörel Düzeyde Endekslerin Dağılımı

Sektörler	Toplam firma	Güçlendirilmiş CEO (ort.)	CEO ikiliği* (ort.)	CEO sah. (ort.)	CEO hissed.*	CEO kurucu üye*	E-endeks*						B-Endeks*					
							1	2	3	4	5	6	1	2	3	4	5	6
Gıda	39	1.11	10	7.53	12	9	-	31	-	8	26	-	31	19	1	29	36	28
Otomotiv	23	0.74	3	5.08	7	4	1	11	-	3	18	1	20	9	-	20	21	21
Yapı	46	0.53	5	3.17	10	4	2	37	3	3	35	1	37	21	-	41	43	36
Kimya	23	1.12	6	10.51	11	4	-	15	1	2	17	-	19	9	-	17	17	14
Elektrik-elektronik	36	1.08	7	7.52	12	11	-	31	-	6	28	-	33	20	-	29	33	30
Metaller	21	0.81	5	2.68	6	3	1	15	-	1	17	-	18	9	-	16	21	16
Tekstil	31	1.43	12	7.41	17	9	1	21	-	1	23	-	25	10	-	19	27	20
Enerji	13	0.46	1	1.48	4	-	1	9	-	1	12	-	13	8	-	12	13	11
Kağıt	21	0.53	4	2.70	4	2	-	16	-	4	16	-	19	12	-	17	19	19
Lojistik	9	1.77	4	14.84	4	3	-	5	-	-	4	-	5	2	-	4	6	5
Hizmet	74	0.72	14	4.44	19	10	-	58	-	15	57	-	60	38	2	60	69	54

Notlar: Sektör sınıflandırılması için Majocchi & Strange (2012)'den faydalanılmıştır.

* Firma sayısı olarak ifade edilmektedir.

E-Endeks: 1= Kısmi veya kademeli yönetim kurulu, 2= şirket ana sözleşmesinde oy hakkına kısıtlama getirme, 3= şirket birleşmelerinde büyük çoğunluk, 4= düşük değişikliğinde büyük çoğunluk, 5= Zehirli haplar, 6= altın paraşütlerB-Endeks: 1= Yön. kur. bir veya daha fazla bağımsız yön. bulunuyor, 2= Yön. kur. en az % 30 bağımsız yönetici bulunuyor, 3= Yön. kur. en az % 50 bağımsız yönetici bulunuyor, 4=CEO aynı zamanda yön. kur. başkanı değil 5= Denetim kurulu bulunuyor, 6= Den. kurulunda azınlık hissedarların temsilcileri bulunuyor.

İlgili literatürde CEO güçlendirme değerlendirilirken Tablo 2’de de belirtildiği üzere 0-4 arasında alınan toplam değerler doğrudan kullanılmıştır. E-Endeks için, daha önce de belirtildiği üzere ilgili literatür (Giroud ve Mueller, 2011; Gu ve Hackbaarth, 2013), 4’ten düşük değerleri demokratik, 4 ve üstü olan kurulları ise diktatör şeklinde bir ayrıma tabi tutmaktadır. 4’ten düşük değerler “0”, 4 ve üzeri değerler ise “1” olarak kukla değişkene dönüştürülerek kodlanmıştır. B-endeks ise 0-6 arasında hangi değeri alıyorsa doğrudan o değer analizde kullanılmıştır. Ancak gerek verilerin normal dağılmaması gerekse örneklemimizin karakteristiği nedeniyle değişkenler literatür paralelinde kullanılamamıştır. Veriler normal dağılıma uygun olmadığı için bu üç bağımlı değişkenin kukla değişkene dönüştürülmesi gerekmektedir. Ancak literatürde belirtilen, yukarıda da değinilen bu ayrımların Türkiye gerçeğini açıklamak için yeterli olamayabileceği düşünülmektedir. Tablo 1’de de görüldüğü üzere, E-endeks alt boyutlarından şirket ana sözleşmesinde oy hakkına kısıtlama getirme 250 firmada görülürken altın paraşütler 2 firmada görülmektedir. Bu nedenle güçlendirilmiş CEO, E-endeks ve B-endeks bağımsız değişkenlerinin kukla değişkene dönüştürülmesinde örnekleme daha doğru bir biçimde yansıtacağı düşüncesiyle, alt indisler hem kümeleme analizine hem de faktör analizine tabi tutulmuştur.

Kümeleme analizi sonuçlarında CEO güçlendirme iki kümeye ayrılmıştır. CEO güçlendirme toplamı bir ve iki olanlar birinci kümeyi oluşturmuş ve “0”olarak kodlanmıştır. CEO güçlendirme toplamı 3 ve 4 olanlar ise ikinci kümeyi oluşturmuş ve “1” olarak kodlanmıştır. Diğer bir ifadeyle ikinci grupta yer alan firmalarda CEO’lar birinci gruba kıyasla daha fazla güçlendirilmiştir. E-endeks ve B-endeksler de ikiye kümeye ayrılmıştır. Birinci kümeler E-endeksin ve B-endeksin düşük olduğu, diğer bir ifadeyle güçlendirmenin az olduğu durumu, ikinci kümeler ise E-endeksin ve B-endeksin yüksek olduğu, diğer bir ifadeyle güçlendirmenin fazla olduğu durumu yansıtmaktadır ve kukla değişkeni olarak birinci gruplar “0”, ikinci gruplar “1” olarak kodlanmıştır. Faktör analizi sonucunda elde edilen faktör yükleri ise sağlamlık (robust) analizde kullanılmıştır.

Firmaların faaliyette bulunduğu sektörü ise çok ülkeli ve küresel olarak sınıflandırmak için, Kobrin (1991)’in 56 endüstrinin bütünleşme endeksine (küreselleşme derecesine) dayanarak geliştirdiği endüstri sınıflandırması kullanılmaktadır. Bu sınıflandırmanın kullanılmasının nedeni ise bu endeksi oluşturan alt değişkenlerin çalışma içeriğini daha iyi yansıtacağının düşünülmesidir. Kobrin (1991), 56 üretim endüstrisini, çokuluslu işletmelerin bağlı kuruluşları arasında meydana gelen işlem maliyetlerinin, işletmenin toplam uluslararası satışları içerisindeki payına oranına ve paralelinde firmalar arası bilgi

Tablo 2
Değişken Ölçümleri

Değişkenler	Değerlendirilmesi	Elde edilen kaynaklar
Bağımsız Değişkenler: Güçlendirilmiş Yönetim (Management Entrenchment)		
<u>Güçlendirilmiş CEO</u>		
CEO ikiliği	CEO sahipliği dışındaki her alt endeks 1 puan üzerinden değerlendiriliyor. Endeksin alt başlıkları değerlendirilirken her birinin değeri eşit olarak ağırlıklandırılıyor ve toplamı alınıyor. Dolayısıyla, bütün endeks 0-4 arasında değer alıyor. CEO ve yönetim kurulu başkanı aynı kişi ise 1, farklı ise 0	Tan vd, 2001; Rhoades vd., 2001; Lewellyn ve Muller-Kahle, 2012; Schiehl ve Bellavance, 2009; Chen vd., 2010; Li ve Tang, 2010. Chen vd., 2010
CEO sahipliği	CEO'nun sahip olduğu hisse oranı/En büyük hissedarın hisse oranı (%)	Tan vd, 2001
CEO'nun hissedarlığı	CEO'nun hissedarlığı var ise 1, yoksa 0	Tan vd, 2001
CEO kurucu kişi / profesyonel yönetici	CEO kurucu kişi (aileden) ise 1, profesyonel yönetici ise 0.	Kongmanila ve Kumbara, 2008; Baber vd., 2005
<u>BCF Güçlendirme Endeksi (E-endeks)</u>	Her alt endeks (provision) 1 puan üzerinden değerlendiriliyor. Endeksin alt başlıkları değerlendirilirken her birinin değeri eşit olarak ağırlıklandırılıyor ve toplamı alınıyor. Dolayısıyla, bütün endeks 0-6 arasında değer alıyor.	Bebchuk vd., 2009; Black vd., 2012; Baber vd., 2005
Kısmi ve kademeli yönetim kurulu	Eğer varsa 1 puan, yoksa 0 puan alıyor	
Şirket ana sözleşmesinde oy hakkına kısıtlama getirme	Eğer varsa 1 puan, yoksa 0 puan alıyor	
Zehirli haplar	Eğer varsa 1 puan, yoksa 0 puan alıyor	
Altın paraşütler	Eğer varsa 1 puan, yoksa 0 puan alıyor	
Birleşme için büyük çoğunluk sağlama	Eğer varsa 1 puan, yoksa 0 puan alıyor	
Tüzük değişikliği	Eğer varsa 1 puan, yoksa 0 puan alıyor	

Tablo 2 (devamı)

Yönetim Kurulu Yapısı Endeksi (B-Endeksi)

Her alt endeks (provision) 1 puan üzerinden değerlendiriliyor. Black vd., 2012; Baber vd., Endeksin alt başlıkları değerlendirilirken her birinin değeri 2005 eşit olarak ağırlıklandırılıyor ve toplamı alınıyor. Dolayısıyla, bütün endeks 0-6 arasında değer alıyor.

Yön. kur. bağımsızlık alt endeksi

YKBa.1 Yön. kur. bir veya daha fazla bağımsız yön. bul.
YKBa.2 Yön. kur. en az % 30 bağımsız yönetici bulunuyor.
YKBa.3 Yön. kur. en az % 50 bağımsız yönetici bulunuyor.
YKBa.4 CEO aynı zamanda yön. kur. başkanı değil.

Denetim kurulu alt endeksi

YKKu.1 Denetim kurulu bulunuyor
YKKu.2 Den. kur.nda azınlık hissedarların temsilcileri

**Bağımlı Değişkenler: Finansal Performans ve Risk Alma *
Finansal Performans****Aktif kârlılık (ROA)**

Özsermaye kârlılığı (ROE)

Satışlardaki büyüme (SatBü)

Tobin Q

Risk Alma

Ar-Ge yoğunluğu (AGYo)

Uluslararası çeşitlenme düzeyi (UÇDü)

Finansal performans ölçümlerinde 2010, 2011 ve 2012 yılları Himmelberg vd., 1999; olmak üzere 3 yılın ortalaması alınmış ve endüstri ortalamaları ile normalize edilmiştir (Coles vd., 2001; Bebcuk vd., 2009)

Net kâr / Toplam aktifler

Net kâr / Özsermaye

(Bir sonraki yıl-Bir önceki yıl)/Önceki yıl

Aktifin piyasa değeri/Aktifin defter değeri

AGYo= Ar-Ge giderleri / Toplam satışlar

$$UÇDü = \frac{[(Bağlı\ kuruluş\ (i)/Bağlı\ kuruluş\ (max)) / (Ülke\ (i)/Ülke\ (max))] / 2}{2}$$

Formülde; Bağlı kuruluş (i): işletmenin bağlı kuruluş sayısını, Bağlı kuruluş (Max)= örnekteki işletmeler içerisindeki en yüksek bağlı kuruluş sayısını, Ülke (i)= işletmenin yatırım yaptığı ülke sayısını, Ülke (Max)= örnekteki işletmeler içerisindeki en yüksek yatırım yapılan ülke sayısını ifade etmektedir. Uluslararası çeşitlenme düzeyi 0 (en düşük) ile 1 (en yüksek) arasında değişen değerler almaktadır.

Himmelberg vd., 1999; Lee ve O'Neill, 2003; Chang, 2003; Bebcuk vd., 2009; Hodbari vd., 2011; Kim ve Lu, 2011; Delios ve Beamish, 1999; Lu ve Beamish, 2004; David vd., 2010.

Tablo 2 (devamı)

Çokulusluluk derecesi (ÇD)

Kontrol Değişkenleri*CEO düzeyi*

CEO'nun şirketteki görev süresi

FSTS= Yurtdışı Satışlar / Toplam Satışlar
FATA= Yabancı Varlıklar / Toplam Varlıklar

Contractor et al., 2003

(CEO'nun başladığı tarih- son tarih)/12

Lewellyn ve Muller-Kahle, 2012; Eisenmann, 2002; Şimşek, 2007; Coles vd., 2001.

Yönetim kurulu düzeyi

Sahiplik Yapısı Endeksi

SY.1 CEO dışındaki iç üyelerin şirketteki toplam payları

SY.2 CEO'nun şirketteki payı

SY.3 En büyük hissedarın payı

SY.4 Kurumsal yatırımcıların payı

Kadın üye oranı

Aynı soyadlı üye oranı

Yönetim kurulu büyüklüğü

Firma düzeyi

Firmanın büyüklüğü (çalışan sayısı)

Yabancı ortak oranı

Holding ortaklığı

Borç oranı

Firma yaşı

Sektör

Bütün değerler yüzde ile ifade edilmiş olmakta, 0 ile 1 arasında yer almaktadır.

Bu bağlamda bütün endeks 0-4 arasında değer alıyor

Black vd., 2012; Farooque vd., 2007; Baber vd., 2005; Thomsen ve Pedersen, 2000; Kim ve Lu, 2009.

Kadın üye sayısı / Yön. kur. üye sayısı

Aynı soyadlı üye say./Yön.kur. üye say.

Yönetim kurulu üye sayısı

Firmanın çalışan sayısı

Yabancı ortak payı/100

Ortaklardan biri holding ise 1, yoksa 0

Toplam borçlar / Toplam pasif

2014-firmanın kurulduğu tarih (yıl olarak)

Çok ülkeli ve küresel sektörler olarak sınıflandırılmıştır. Kobrin, 1991

Çok ülkeli sektörler 0, küresel sektörler 1 olarak

kodlanmıştır.

* Çalışmanın bağımlı değişkenlerinden AR-GE ve ROE değişkenleri, ilgili literatürde, aynı zamanda Tobin Q'yu etkileyen değişkenler olarak ele alınmaktadır. Bu nedenle, Tobin Q ile ilgili analizlerde AR-GE ve ROE bağımsız değişkenleri aynı zamanda kontrol değişkenleri olarak modele dahil edilmiştir.

ve kaynak akışına dayanarak çok ülkeli ya da küresel endüstriler olarak sınıflandırmaktadır. Bu sınıflandırmada bütünleşme endeksi olarak üç bağımsız değişken kullanılmaktadır. Bunlar: (1) teknolojik yoğunluk (satış yüzdesi olarak Ar-Ge giderleri), (2) pazar yapısı (reklam yoğunluğu, yani satış yüzdesi olarak reklam giderleri), (3) uluslararasılaşmanın ölçümü (ülke dışında yapılan satışların firmanın toplam satışları –ana firma ve bağlı firmanın toplam satışları- içindeki yüzdesidir).

Bu çalışmada araştırma yöntemi olarak basit ve hiyerarşik regresyon analizleri kullanılmaktadır. Ana hipotezleri test ederken önce sadece bağımsız değişkenler basit regresyon analizine tabi tutulmaktadır. Daha sonra kontrol değişkenleri de hesaplamaaya dahil edilerek hiyerarşik regresyon analizi uygulanmaktadır. Hiyerarşik regresyon analizi sonucunda elde edilen ilk model ve en anlamlısının sunulduğu son model tablolarla verilmektedir. Hiyerarşik regresyon sonucu elde edilen tüm modellerin verilmesi tablo sayısını oldukça arttıracığı için burada yer verilememiştir. Regresyon analizi için örneklem sayısının yeterliliği, değişkenler arası çoklu bağlantı problemi olup olmadığı, normallik varsayımı, doğrusallık varsayımları araştırmacı tarafından incelenmiş ve normallik dışında varsayımların ihlal edilmediği gözlenmiştir. Yapılan Kolmogorov–Smirnov testi sonuçları bazı değişkenlerin p-değerlerinin normal dağılıma uygun olmadıklarını göstermektedir. Normal dağılım sorununu çözebilmek için bu verilerin bir kısmında \ln ve $\ln(p/(1-p))$ dönüşümleri gerçekleştirilmiştir.

7. Bulgular

Açıklayıcı istatistikler ve bağımlı, bağımsız ve kontrol değişkenleri arasındaki korelasyon katsayıları Tablo 3’te sunulmaktadır. Tabloda da görüldüğü üzere, bağımsız değişkenlerden B-Endeks ile güçlendirilmiş CEO ve onun alt ölçümleri arasında ters yönlü; E-endeks ile de aynı yönlü bir ilişkinin olduğu görülmektedir. Bağımlı ve bağımsız değişkenler arasında çok güçlü bir korelasyon bulunmamaktadır. Ancak kontrol değişkenleri ile hem bağımlı hem de bağımsız değişkenler arasında güçlü ilişkilerin olduğu görülmektedir.

Korelasyon analizi sonuçları, CEO sahipliği ve CEO hissedarlığı ile onların da yer aldığı güçlendirilmiş CEO değişkeni arasındaki ilişki dışında bağımsız değişkenler arasındaki korelasyon katsayılarının üst sınır olan .80’den aşağı olduğu görülmektedir (Gujarati, 1995: 335). Regresyon denkleminde bu değişkenler de aynı anda analize dahil edilmeyerek bu sorun ortadan kaldırılmıştır. Diğer bir ifadeyle, korelasyon katsayıları bir bütün olarak değerlendirildiğinde, regresyon sonuçlarını yorumlamada ciddi bir problem olarak görülen çoklu doğrusal bağlantı sorununun bu çalışmada ortaya çıkmadığını

Tablo3
Açıklayıcı İstatistikler ve Korelasyon Matrisi

Değişkenler	Ort.	St. Sap.	En küçük	En büyük	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<u>1.Güçlendirilmiş CEO</u>	0.87	1.32	0	4														
2.CEO ikiliği	0.21	0.41	0	1	.76**													
3.CEO sahipliği	0.17	0.35	0	1	.86**	.55**												
4.CEO'nun hissedarlığı	0.32	0.47	0	1	.87**	.53**	.72**											
5.CEO kurucu aile/prof.	0.18	0.38	0	1	.79**	.43**	.59**	.60**										
<u>6.E-endeks</u>	1.65	0.78	0	5	.06	-.03	.03	.07	.10									
<u>7.B-Endeks</u>	3.76	1.34	0	6	-.32*	-.43**	-.23**	-.25**	-.15**	.25**								
8.ROA	0.02	0.11	-0.88	0.70	.02	.03	.02	.00	.09	-.01	-.07							
9.ROE	0.06	0.30	-2.86	1.63	-.05	.00	-.05	-.05	-.08	.01	-.06	.31**						
10.Satışlardaki büyüme	0.21	0.36	0.99	2.97	.06	-.01	.12*	.09	.03	-.11	-.12*	.07	.13*					
11.Tobin Q	1.32	0.99	0.11	6.95	-.07	.01	-.05	-.13*	-.05	-.09	.07	-.05	.10	-.06				
12.Ar-Ge	0.03	0.08	0.00	0.48	-.04	-.03	-.07	-.01	-.03	.01	.03	.03	-.01	-.06	.06			
13.Ulus. Çeş. Der.	0.10	0.25	0.00	2.53	-.12*	-.07	-.10	-.13*	-.08	.04	.13*	.03	-.10	.15**	-.02	.06		
14.FSTS	0.18	0.23	0	1	-.02	.02	-.03	-.03	-.01	-.05	-.07	.09	.03	.00	-.08	-.09	.02	
15.FATA	0.50	0.30	0	3.09	.08	.03	.08	.06	.08	-.06	-.07	-.37**	.09	.09	.12*	.15**	.06	.04
16.CEO'nun cinsiyeti			0	1	-.06	-.10	-.06	-.03	-.01	.04	.08	-.00	.04	-.00	.02	-.03	-.05	-.11*
17.CEO'nun şir. gör. sür.	0.65	0.72	0.08	3.58	.52**	.41**	.47**	.37**	.48**	-.04	-.15**	.11*	-.11	-.03	.01	-.05	-.00	.02
18.Sahiplik Yapısı End.	1.04	0.48	0	2.72	-.06	.00	-.11*	-.10	-.01	-.05	-.05	.12*	.19**	-.01	.22**	.04	.05	.07
19.Kadın üye oranı	0.13	0.14	0	0.75	.21**	.13*	.18**	.17**	.20**	.04	-.12*	-.00	-.09	-.05	-.09	-.04	.09	-.06
20.Aynı soyadlı üye ora.	0.21	0.25	0	1	.38**	.21**	.37**	.35**	.34**	.02	-.16**	.03	-.07	.10	-.15**	-.13*	-.12*	.03
21.Yön. kur. büyüklüğü	6.82	2.06	3	15	-.26**	-.17**	-.21**	-.26**	-.23**	.04	.23**	.14**	.10	-.03	.08	.11*	.26**	.01
22.Firm.büy. (log-serm.)	8.15	0.65	5.32	9.85	-.25**	-.16*	-.21**	-.25**	-.20**	.15*	.27**	.08	.04	-.01	-.07	.16**	.42**	.00
23.Yabancı ortak oranı	9.10	22.9	0.00	99.4	-.12*	-.02	-.16**	-.14**	-.09	-.05	.03	.08	.03	-.05	.21**	.01	-.05	.08
24.Holding ortaklığı	0.38	0.49	0	1	-.30**	-.16**	-.30**	-.32**	-.22	-.30**	.14*	.12*	.02	-.01	-.01	.04	.19**	.02
25. Firmanın yaşı	36.6	20.5			-.26**	-.11*	.07	-.21**	-.30**	-.10	.09	.04	-.08	.01	.18**	.04	.08	.12*
26. Borç oranı	57.6	32.3			.02	-.02	.02	.05	.06	-.03	-.09	.01	.00	-.03	.03	.01	-.02	-.05
27. Sektör			0	1	-.07	-.11*	.05	-.02	-.04	.00	.07	.15**	.04	-.09	.05	-.02	-.01	.14*

Tablo 3 (devamı)

Değişkenler	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26
<i>1. Güçlendirilmiş CEO</i>												
2.CEO ikiliği												
3.CEO sahipliği												
4.CEO'nun hissedarlığı												
5.CEO kurucu aile/prof.												
<i>6.E-endeks</i>												
<i>7.B-Endeks</i>												
8.ROA												
9.ROE												
10.Satışlardaki büyüme												
11.Tobin Q												
12.Ar-Ge												
13.Ulus. Çeş. Der.												
14.FSTS												
15.FATA												
16.CEO'nun cinsiyeti	.01											
17.CEO'nun şir. gör. sür.	-.01	-.04										
18.Sahiplik Yapısı End.	.09	.08	.03									
19.Kadın üye oranı	-.05	.16**	.11*	.08								
20.Aynı soyadlı üye ora.	.05	-.00	.22*	-.03	.27**							
21.Yön. kur. büyüklüğü	-.04	.04	-.10	.06	-.13*	-.18**						
22.Firm.büy. (log-serm.)	-.03	-.00	-.15*	.05	-.06	-.13*	.39**					
23.Yabancı ortak oranı	-.00	.02	-.02	.29**	-.07	-.24**	.13*	-.01				
24.Holding ortaklığı	-.15**	.02	-.07	.01	-.03	-.15**	.21**	.22**	-.09			
25.Firmanın yaşı	.16**	-.09	-.01	-.06	-.11*	-.05	.27**	.11*	.11	.09		
26.Borç oranı	-.09	.05	.01	-.01	.05	.06	-.03	.08	-.02	-.04	.10	
27.Sektör	-.07	-.06	-.01	-.07	.04	-.06	.14*	.07	.02	-.06	.13*	-.10

N=336

* p < .05, ** p < .01.

E-Endeks: BCF güçlendirme Endeksi, B-Endeks: Yönetim kurulu yapısı endeksi, ROA: Aktif kârlılık (Net kâr / Toplam aktifler), ROE: Özsermaye kârlılığı (Net kâr / Özsermaye), SatBü: Satışlardaki büyüme (Bir sonraki yıl-Bir önceki yıl)/Önceki yıl; Tobin Q: Aktifin piyasa değeri/Aktifin defter değeri, AGYo: Ar-Ge yoğunluğu, UÇDü: Uluslararası çeşitlenme düzeyi, FSTS: Yurtdışı Satışlar / Toplam Satışlar, FATA: Yabancı Varlıklar /Toplam Varlıklar.

göstermektedir. Ayrıca regresyon denklemlerine dahil edilen değişkenlere ait Varyans Şişirme Faktörleri (VIF) hesap edilmiş ve çok fazla model olduğu için ayrı ayrı değil aralıklar şeklinde VIF sonuçları Tablo 4-9'da verilmiştir. Bu değerlerin 10'dan küçük olması değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantı probleminin ortaya çıkmadığını göstermektedir (Hair vd., 2007). Tablo 4-9'da görüldüğü üzere kontrol değişkenleri modellere olumlu katkılar sağlamakta ve modellerin açıklayıcılık gücünü olumlu yönde etkilemektedirler.

Tablo 4 ve 5, sırasıyla, güçlendirilmiş CEO ile finansal performans ve firmanın risk alma davranışı arasındaki ilişkiyi test eden model sonuçlarını göstermektedir. Her değişkenin ilk modelleri (örneğin, Model 1a, Model 2a, Model 3a gibi) bağımlı değişken ile sadece bağımsız değişkenler arasındaki ilişkiyi ortaya koymaktadır. İkinci modeller ise (örneğin, Model 1b, Model 2b, Model 3b gibi) bağımlı değişkenler ile bağımsız ve kontrol değişkenlerinin tamamının yer aldığı modelleri sunmaktadır. Son modeller ise (örneğin, Model 1c, Model 2c, Model 3c gibi) hiyerarşik regresyon sonucu elde edilen son modeli göstermektedir ve model yorumları yaparken en anlamlı modeller olduğu için son modeller yorumlanmaktadır.

Katsayılar incelendiğinde, güçlendirilmiş CEO ile finansal performans göstergelerinden aktif kârlılık (ROA) ($\beta=.171$; $p<.05$), özsermaye kârlılığı (ROE) ($\beta=.511$; $p<.01$), satışlardaki büyüme (SatBü) ($\beta=.161$; $p<.05$) ve firmanın risk alma davranışlarından uluslararası çeşitlenme düzeyi (UÇDü) ($\beta=.027$; $p<.10$) ve FATA arasında ($\beta=.105$; $p<.10$) pozitif yönlü ve anlamlı bir ilişki gözlenmektedir. Bu sonuçlar, Türk firmalarında, CEO'nun güçlendirilmesinin firmanın finansal performansını ve risk alma davranışını olumlu yönde etkileyeceği yönünde geliştirilen H_1 hipotezini desteklemektedir. Ancak güçlendirilmiş CEO ile Tobin Q, Ar-Ge yoğunluğu (AGYo) ve FSTS arasındaki ilişkiler ise istatistiksel olarak anlamlı değildir.

Tablo 4
Yönetim Güçlendirmenin Finansal Performansa Etkisini Ortaya Koymak için Yapılan
Hiyerarşik Regresyon Analizi Sonuçları

Değişkenler	Finansal Performans									
	Aktif kârlılık (ROA)		Özsermaye kârlılığı (ROE)		Satışlardaki büyüme (SatBü)		Tobin Q		Model.4c	
	Model.1a	Model.1b	Model.1c	Model.2a	Model.2b	Model.2c	Model.3a	Model.3b	Model.3c	Model.4a
Sabit	-2.728***	-2.322***	-3.045***	-0.299	-1.560**	-1.540**	-1.345***	-.794*	-1.409***	1.385***
Güçlendirilmiş CEO	.107*	.106*	.171**	.357*	.407*	.511***	.160**	.143**	.161**	-.030
BCF Güçlendirme End.	-.072	-.100		-.123	-.232		-.094	-.138	-.131*	-.135**
Yönetim Kur. Yapısı End.	.047	.151**	.163**	.278	.303		.103**	.127*	.131**	.056
<i>Kontrol değişkenleri</i>										
CEO'nun şirk. grv. süresi	.122				.134***	.433**		-.114		.022
Sahiplik Yapısı Endeksi	.291**		-.295***		.136			-.106	-.130*	-.078
Kadın üye oranı	-.534				-.177			.403		-.314
Aynı soyadlı üye oranı	.099				-.175			-.026		-.445*
Yönetim kurulu büyü.	-.002				.171			-.022		-.015
Yabancı ortak oranı	.000				.001			-.005		.007***
Firmanın büyüklüğü	.090**		.091**		.101			.011		-.025
Holding ortaklığı	.222				.153	.239*		-.291*		-.040
Firmanın yaşı	.008**		.010**		.029**	.024**		.002		.007**
Boş oranı	.001*		.001*		.001			.000		.000
Faaliyette bulunan sektör	.108				.400			-.181		.061
Ar-Ge										.615
ROE		1.050-1.908	1.00-1.03	1.03-1.17	1.06-2.93	1.01-1.1	1.01-1.14	1.05-1.30	1.01-1.13	.143**
VIF değerleri		.377	.897	.025	.062	.049	.051	.095	1.03-1.17	1.07-1.92
Adjusted R ²	.017								.027	.104
F-value	3.226*	2.248***	2.248**	2.253***	1.989***	1.989***	4.739***	2.345***	2.804**	2.420***
Durbin-Watson	2.025	2.077	1.751	2.011	2.050	2.050	1.986	2.015	1.970	1.901
Number of observations,N	322	271	271	321	225	225	313	269	322	321

*** p<.01; ** p<.05; * p<.10

E-Endeks: BCF güçlendirme Endeksi, B-Endeks: Yönetim kurulu yapısı endeksi, ROA: Aktif kârlılık (Net kâr / Toplam aktifler), ROE: Özsermaye kârlılığı (Net kâr / Özsermaye), SatBü: Satışlardaki büyüme (Bir sonraki yıl-Bir önceki yıl)/Önceki yıl; Tobin Q: Aktifin piyasa değeri/Aktifin defter değeri, AGY o: Ar-Ge yoğunluğu, ÜÇDü: Uluslararası çeşitlenme düzeyi, FSTİS: Yurtdışı Satışlar / Toplam Satışlar, FATA: Yabancı Varlıklar /Toplam Varlıklar.

Tablo 5
Yönetim Güçlendirmenin Firmanın Risk Alma Davranışa Etkisini Ortaya Koymak için Yapılan
Hiyerarşik Regresyon Analizi Sonuçları

Değişkenler	Risk Alma Davranışı													
	Ar-Ge (AGYö)							FSTS						
	Model.5a	Model.5b	Model.5c	Model.6a	Model.6b	Model.6c	Model.7a	Model.7b	Model.7c	Model.8a	Model.8b	Model.8c	FATA	
Sabit	-5.822***	-7.531***	-6.916***	-2.64***	-5.73***	.489***	-.132*	.294**	.092***	-.715***	-.626**	-.667**		
Güçlendirilmiş CEO	-.174	.120	-.018*	.009	.027*	.027*	-.004	.006		.060	.101*	.105*		
BCF Güçlen. End.	-.112	-.098	-.017	-.030*	-.047**	-.047**	-.037	-.009		-.417***	-.313*	-.339**		
Yön. Kur. Yapısı End.	.156*	.161*	.188**	.015	.021	.079*	.079*	.089**	.091**	.144	.197			
<i>Kontrol değişkenleri</i>														
CEO'nun şirk. grv. sü.	-.175			-.019				-.021			-.113			
Sahiplik Yapısı End.	.256	.281*		.003				.015			.096*	.111**		
Kadın üye oranı	.339			-.282***	-.236**			-.149			-.531			
Aynı soyadlı üye oranı	-.707***	-.653***		-.107*				-.147**			-.264			
Yönetim kurulu büyü.	.189**	.222***		.030***	.032***			.005			.010			
Yabancı ortak oranı	.002			.000				.001*			.003			
Firmanın büyüklüğü	-.097			.007				.003			.025			
Holding ortaklığı	.208			.064**	.081***			-.038			.147	-.246**		
Firmanın yaşı	.008	.008		.000				.001**	.001**		.007**	.006**		
Borç oranı	.000	.000		.000				.000			.001**	.001**		
Faaliyette bul.sektör	.116			-.026				.057**	.052**		.000			
VIF değerleri	1.05-1.17	1.03-1.92	1.00-1.03	1.09-1.20	1.03-1.317	1.02-1.7	1.01-1.04	1.75-5.99	1.067-1.39	1.01-1.04	1.07-1.24	1.01-1.05		
Adjusted R ²	.021	.098	.088	.024	.133	.122	.019	.72	.43	.045	.034	.031		
F-value	2.184*	2.213***	8.861***	2.683**	3.320***	12.769***	1.482	4.662*	8.333***	3.501**	2.101**	4.484***		
Durbin-Watson	2.251	2.233	2.233	1.583	1.687	1.687	1.888	1.837	1.837	2.117	2.122	2.122		
Number of obs./N	314	313	313	336	244	244	323	226	226	322	322	322		

*** p<.01; ** p<.05; * p<.10

E-Endeks: BCF güçlendirme Endeksi, B-Endeks: Yönetim kurulu yapısı endeksi, ROA: Aktif kârlılık (Net kâr / Toplam aktifler), ROE: Özsermaye kârlılığı (Net kâr / Özsermaye), SatBü: Satışlardaki büyüme (Bir sonraki yıl-Bir önceki yıl)/Önceki yıl; Tobin Q: Aktifin piyasa değeri/Aktifin defter değeri, AGYö: Ar-Ge yoğunluğu, ÜÇDü: Uluslararası çeşitlenme düzeyi, FSTS: Yurtdışı Satışlar / Toplam Satışlar, FATA: Yabancı Varlıklar / Toplam Varlıklar.

BCF güçlendirme endeksi (E-Endeks) ile hem finansal performans göstergelerinden Tobin Q ($\beta = -.135$; $p < .05$) boyutu ve risk alma davranışlarından UÇDü ($\beta = -.047$; $p < .05$) ve FATA ($\beta = -.339$; $p < .05$) arasında ise beklendiği üzere negatif yönlü ve anlamlı bir ilişki gözlemlenmektedir. Diğer bir ifadeyle, H₂ burada bahsedilen göstergeler için desteklenmektedir. Bununla birlikte, diğer finansal performans göstergeleri ve risk alma davranışları için elde edilen ilişkiler anlamlı değildir.

Yönetim kurulu yapısı endeksi (B-endeks) ile finansal performans göstergelerinden ROA ($\beta = .163$; $p < .05$) ve SatBü ($\beta = .131$; $p < .05$) ve risk alma davranışlarından AGYo ($\beta = .188$; $p < .05$) ve FSTS ($\beta = .091$; $p < .05$) arasında ise beklendiği üzere pozitif yönlü ve anlamlı bir ilişki gözlemlenmektedir. Bu sonuçlar, burada belirtilen göstergeler için, Türk firmalarında E-Endeksin yüksek olmasının firmanın finansal performansını ve risk alma davranışını olumlu yönde etkileyeceğini ileri sürdüğümüz H₃'ü destekler niteliktedir. Diğer finansal performans göstergesi ROE ve Tobin Q ile risk alma davranışlarından UÇDü ile FATA için elde edilen ilişkiler pozitif yönlü olsa da istatistiksel olarak anlamlı değildir.

Tablo 4-5'de görüldüğü üzere kontrol değişkenleri anlamlı ilişkiler göstermektedir. CEO'nun şirketteki görev sürelerinin fazla oluşu finansal performans göstergelerinden sadece ROE'yi ($\beta = .433$; $p < .05$) pozitif yönde etkilerken firmanın risk alma davranışları üzerinde herhangi bir etkiye sahip değildir. Sahiplik yapısı endeksi ise ROA ($\beta = -.295$; $p < .01$) ve SatBü ($\beta = -.130$; $p < .10$) üzerinde negatif, AGYo ($\beta = .281$; $p < .10$) ve FATA ($\beta = .111$; $p < .05$) üzerinde ise pozitif yönlü bir etki sergilerken diğer finansal göstergeler ve risk alma davranışı üzerinde anlamlı bir etki sergilememektedir. Diğer bir ifadeyle sahiplik yapısı endeksi finansal performans olumsuz, risk alma davranışlarını ise olumlu yönde etkilemektedir. Bu çalışmada kadın üye oranı ile sadece risk alma davranışlarından UÇDü ($\beta = -.236$; $p < .05$) arasında literatürün aksine negatif yönlü ve anlamlı bir ilişki bulunmaktadır. Aynı aileden bireylerin yönetim kurulunda yer alması ile sadece AGYo ($\beta = -.653$; $p < .01$) arasında negatif yönlü ve anlamlı bir ilişki bulunmaktadır. Yönetim kurulunun büyük oluşu ise AGYo ($\beta = .222$; $p < .01$) ve UÇDü'nü ($\beta = .032$; $p < .01$) pozitif yönde etkilemektedir. Firma büyüklüğü ise tüm finansal performans ve risk alma davranışları üzerinde anlamlı bir etki göstermemektedir. Yabancı ortağa sahip olma ise sadece Tobin Q'da ($\beta = .009$; $p < .01$) artışa neden olmaktadır. Firma ortakları arasında bir holdingin bulunması ile ROE ($\beta = .239$; $p < .10$) ve UÇDü ($\beta = .081$; $p < .01$) arasında pozitif yönlü ve anlamlı bir ilişki bulunurken FATA ($\beta = -.246$; $p < .05$) arasında ise negatif yönlü bir ilişki bulunmaktadır.

Firmanın yaşı ise kontrol değişkenleri arasında en fazla etkiye sahip olan değişkendir. Firma yaşı ile finansal performans göstergelerinden ROA ($\beta = .010$;

$p < .05$), ROE ($\beta = .024$; $p < .05$) ve Tobin Q ($\beta = .008$; $p < .05$) ile risk alma davranışlarından FSTS ($\beta = .001$; $p < .05$) ve FATA ($\beta = .006$; $p < .05$) arasında pozitif yönlü ve anlamlı bir ilişki bulunmaktadır. Borç oranı ise ROA'yı ($\beta = .001$; $p < .10$) ve FATA'yı ($\beta = .001$; $p < .05$) pozitif yönlü etkilemektedir. Faaliyette bulunan sektörün küresel olması ise sadece FSTS'yi ($\beta = .052$; $p < .05$) olumlu olarak etkilemektedir. Sektör değişkeninin diğer bağımlı değişkenler üzerinde herhangi bir etkisi bulunmamaktadır.

Güçlendirilmiş CEO'nun alt boyutlarının incelendiği analiz sonuçları Tablo 6-9'da sunulmaktadır. Daha önce de ifade edildiği üzere, kontrol değişkenlerinin modellere olumlu katkılar sağlamasından ve modellerin açıklayıcılık gücünü olumlu yönde etkilemesinden dolayı, tablolarda her gösterge için ilk modellerde tüm değişkenlerin yer aldığı regresyon analizi sonuçları verilmektedir. Her gösterge için ikinci modellerde ise hiyerarşik regresyon sonucu elde edilen en anlamlı model sunulmaktadır.

Tablo 6, CEO ikiliği ile finansal performans ve risk alma davranışları arasındaki ilişkiyi ortaya koymaktadır. CEO ikiliği ile firmanın finansal performans göstergelerinden ROA ($\beta = 1.048$; $p < .05$), SatBü ($\beta = .541$; $p < .01$) ve Tobin Q ($\beta = .134$; $p < .10$) arasında beklendiği üzere pozitif yönlü ve anlamlı bir ilişki bulunurken risk alma davranışları ile herhangi bir anlamlı ilişki bulunamamıştır. Diğer bir ifadeyle, CEO ikiliğinin firmanın finansal performansını ve risk alma davranışını olumlu yönde etkileyeceğini belirten H_{1a} , firmanın risk alma davranışı boyutunda reddedilirken finansal performans göstergelerinden ROA, SatBü ve Tobin Q için kabul edilmiştir.

CEO sahip oranı ile finansal performans ve risk alma davranışları arasındaki ilişkiyi gösteren Tablo 7'de de görüldüğü üzere, CEO sahipliği ile firmanın finansal performans göstergelerinden SatBü ($\beta = .022$; $p < .01$) ve Tobin Q ($\beta = .005$; $p < .10$); risk alma davranışından ise sadece AGYo ($\beta = .011$; $p < .05$) arasında beklendiği üzere pozitif yönde ve anlamlı bir ilişki bulunmaktadır. Diğer bir ifadeyle, CEO sahiplik oranının firmanın finansal performansını ve risk alma davranışını olumlu yönde etkileyeceğini savunan H_{1c} bu bağımlı değişkenler için kabul edilmektedir. Diğer göstergeler için elde edilen ilişkiler ise istatistiksel olarak anlamlı değildir. Bu sonuçlar, Türk firmalarında CEO sahiplik oranının firmanın finansal performansını ve firmanın risk alma davranışını olumlu yönde etkilediğini ileri süren H_{1b} 'yi kısmi olarak desteklemektedir.

Tablo 6

CEO İkililiğinin Firmanın Hem Finansal Performansına Hem de Risk Alma Davranışa Etkisini Ortaya Koymak için Yapılan Hiyerarşik Regresyon Analizi Sonuçları

+	Finansal Performans						Risk Alma Davranışı									
	ROA	ROE	SatBü	Tobin Q	AGYo	UÇDü	FSİS	FATA								
	Model.1a	Model.1b	Model.2a	Model.2b	Model.3a	Model.3b	Model.4a	Model.4b	Model.5a	Model.5b	Model.6a	Model.6b	Model.7a	Model.7b	Model.8a	Model.8b
Sabit	-130	-105**	.508	-496	.965	-.170	-.137	-.303	-7.82***	-7.124***	-6.74***	-6.157***	1.865***	.581***	-.212	-.396
<i>Güçlendirilmiş CEO</i>																
CEO ikiliği	.011	1.048**	-.252		.406*	.541***	.099	.134*			.314	-.022			-.059	
CEO sahipliği																
CEO'nun hiss.																
CEO kur.a.pr. yön.																
<i>BCF Güçlendir. End.</i>	-.012		-.125		-.115*	-.110*	-.062*	-.076*	-.090		.046	-.011			-.314**	-.345**
<i>Yön. Kur. Yap. End.</i>	.048**		.092		.150*	.172***	.096***	.069**	.133		.048	.089**	.072*		.166	
<i>Kontrol değiş.</i>																
CEO şirk. grv. sür.	.021*	.796***	-.123		-.033		.038		-.153		0.165	-.012			-.042	
Sahiplik Yap End.	.000	.470***	.441***		-.082		.030		.240	.276**	-.019	.034**	.030*		.100*	.111**
Kadın üye oranı	-.016	-2.442*	-1.34***	-1.40**	-.868	-.912*	-.043	-.212*	.338	1.640**	1.393**	-.158			-.630	
Aynı soy. üye oranı	.056*	.025	.236		.216	-.243*			-.1614**	-.653***	-.470	.037			.307	
Yönetim Kurulu büy.	.007*	.007*	-.017		-.037	-.002	-.002	-.002	.186**	.222***	.168***	-.007			.001	
Firmanın büyüklüğü	-.005	-.004	.001		.001	-.006	-.006	.005 ***	-.093		-.029	.008			.002	
Yabancı ortak oranı	.001*	-.067*	.005		.005	.004**	-.035		.166		.370**	-.110***	-.112***		-.214**	-.244**
Holding ortaklığı	.024	-.003	-.003		-.378**	-.404**	-.002	.003*	.007		.002	.003***	.003***		.006**	.006**
Firmanın yaşı	.000	.004	.000		.000		.002	.000**	.000		.000	-.000**	-.000**		.000**	.000**
Borç oranı	.000	.000*	.000		.000		.000	.000**	.000		.000	-.000**	-.000**		.000**	.000**
Faai. bul. Sektör	.029*	.025*	.134*		-.169		.027	.133			.221	.062*	.066**		-.005	
ROE							.130**	.127***								
AR-GE							.394									
VIF değerleri	1.1-1.3	1.01-1.13	1.06-1.39	1.01-1.06	1.10-1.4	1.0-1.02	1.5-1.08	1.0-1.3	1.02-1.4	1.00-1.03	1.06-1.6	1.01-1.04	1.04-1.4	1.00-1.04	1.07-1.4	1.00-1.04
Adjusted R ²	.09	.11	.15	.23	.08	.09	.11	.13	.08	.09	.14	.17	.09	.10	.10	.12
F-value	1.812**	3.843***	2.091**	8.293***	1.728*	4.821***	3.004***	5.734***	2.230***	8.861***	2.729***	10.53 ***	2.536***	6.030***	1.993**	4.508***
Durbin-Watson	1.953	1.953	2.053	2.053	2.018	2.018	1.929	1.929	2.233	2.233	2.055	2.055	2.067	2.067	2.148	2.148
Number of obs.,N	213	213	225	225	269	269	321	321	313	313	207	207	226	226	322	322

*** p<.01; ** p<.05; * p<.10

E-Endeks: BCF güçlendirme Endeksi, B-Endeks: Yönetim kurulu yapısı endeksi, ROA: Aktif kârlılık (Net kâr / Toplam aktifler), ROE: Özsermaye kârlılığı (Net kâr / Özsermaye), SatBü: Satışlardaki büyümeye (Bir sonraki yıl-Bir önceki yıl)/Önceki yıl, Tobin Q: Aktifin piyasa değeri/Aktifin defter değeri, AGYo: Ar-Ge yoğunluğu, UÇDü: Uluslararası çeşitlenme düzeyi, FSTS: Yurtdışı Satışlar / Toplam Satışlar, FATA: Yabancı Varlıklar /Toplam Varlıklar.

Tablo 7
CEO Sahipliğinin Firmanın Hem Finansal Performansına Hem de Risk Alma Davranışa Etkisini Ortaya Koymak için Yapılan Hiyerarşik Regresyon Analizi Sonuçları

Değişkenler	Finansal Performans				Risk Alma Davranışı											
	ROA	ROE	SatBü	Tobin Q	AGYo	UçDu	FSTS	FATA								
Model 1a Model 1b Model 2a Model 3a Model 3b Model 4a Model 4b Model 5a Model 5b Model 6a Model 6b Model 7a Model 7b Model 8a Model 8b																
Sabit	-2.42***	-3.045***	.017	-.807	.852	-.109	.701	.762***	-6.61***	-6.107***	-6.32***	-6.157***	.058	.092***	.856***	.711***
<i>Güçlendirilmiş CEO</i>																
CEO ikiliği																
CEO sahipliği	-.003	.005	.019**	.022***	.005*	.005*	.012**	.011**	-.009		.001			.002		
CEO'nun hissedarlığı																
CEO kur.aile.pr. yön.																
BCF Güçl. End.	-.106	-.119	-.107	-.121*	-.059	.086***	.091***	.047	.246	.071	-.236*	-.238*	-.117*	-.128**		
Yön. Kur. Yap. End.	-.083	-.044	-.113							.006	.087*	.092**	.020			
<i>Kontrol değişkenleri</i>																
CEO şirk. grv. sür.	.109	-.208	-.128	.017	.017	.017	.017	.060	-.025	-.025	-.315*	.305*	-.297*	-.05*		
Sahiplik Yap. End.	.302**	.295***	.453***	.433***	-.152*	-.182**	.016	.429**	.329*	-.013	-.016		.032	.037*		
Kadın üye oranı	-.540	-.1423**	-.400**	-.102*	-.050**	.159	.500	.813**	.393**	-.155		-.193				
Aynı soy. üye oranı	.070	.199	.123	-.340*	-.325*	.008	.235**	.249***	.159***	.186***	.005		.151**	.152**	.011	
Yönetim kurulu büyü.	.000	-.013	-.028	.000	.022	.022	-.144	-.153*	-.027	.004	.004		-.003		.005	
Firmanın büyüklüğü	-.091**	-.068*	-.070*	.000	.004***	.005***	-.009	-.003	.312*	.346**	.001*	.001*	-.000		-.086*	-.100**
Yabancı ortak oranı	.000	-.003	-.004	-.297*	.001	.001	.008	.000	.000	.000	.001**	.001**	.001**	.004***	.003***	
Holding ortaklığı	.237	.044	.004	.000	.000***	.000***	.000	.000	.000	.000	-.005*	-.004*	.000*	.000*	.000*	
Firmanın yaşı	.009**	.010**	.004	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	-.005*	-.004*	.000*	.000*	.000*	
Borç oranı	.000*	.000*	.000*	.000*	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	
Faaliyette bul. Sektör	.031**	.032**	-.102	.215*	.186*	.019	.124***	.128***	.212	.057**	.053**	.066	.077*			
ROE																
AR-GE																
VIF değerleri	1.05-1.4	1.00-1.03	1.07-1.62	1.02-1.02	1.04-1.8	1.10-1.3	1.04-1.6	1.01-1.2	1.03-1.3	1.00-1.03	1.07-1.7	1.01-1.04	1.04-1.9	1.00-1.3	1.02-1.9	1.00-1.06
Adjusted R ²	.11	.14	.09	.12	.09	.11	.15	.19	.11	.12	.14	.17	.04	.08	.12	.13
F-value	2.230***	6.142***	2.038**	8.293***	2.192***	5.672***	3.024***	9.600***	1.955**	6.215***	2.693***	10.527***	1.635*	3.891**	2.276***	4.881***
Durbin-Watson	2.077	2.077	2.053	2.053	2.047	2.047	2.062	2.062	2.215	2.215	2.055	2.055	1.858	1.858	1.993	1.993
Number of observ.	N 207	207	225	225	269	269	321	321	314	314	207	207	226	226	322	322

*** p<.01; ** p<.05; * p<.10

E-Endeks: BCF güçlendirme Endeksi, B-Endeks: Yönetim kurulu yapısı endeksi, ROA: Aktif kârlılık (Net kâr / Toplam aktifler), ROE: Özsermaye kârlılığı (Net kâr / Özsermaye), SatBü: Satışlardaki büyüme (Bir sonraki yıl-Bir önceki yıl)/Önceki yıl; Tobin Q: Aktifin piyasa değeri/Aktifin defter değeri, AGYo: Ar-Ge yoğunluğu, UÇDü: Uluslararası çeşitlenme düzeyi, FSTS: Yurtdışı Satışlar / Toplam Satışlar, FATA: Yabancı Varlıklar / Toplam Varlıklar.

Tablo 8
CEO Hissedarlığının Firmanın Hem Finansal Performansına Hem de Risk Alma Davranışa Etkisini Ortaya Koymak için Yapılan Hiyerarşik Regresyon Analizi Sonuçları

Değişkenler	Finansal Performans				Risk Alma Davranışı											
	ROA	ROE	SatBü	Tobin Q	AGYo	UCDu	FSTS	FATA								
Model.1a Model.1b Model.2a Model.2b Model.3a Model.3b Model.4a Model.4b Model.5a Model.5b Model.6a Model.6b Model.7a Model.7b Model.8a Model.8b																
Sabit	-2.067**	-3.045***	.545	-.496	-.007	-.321	.628	.762***	-7.56***	-6.916***	-5.98***	-6.157***	.105	.132	-.586	-.688
<i>Güçlendirilmiş CEO</i>																
CEO ikiliği																
CEO sahipliği																
CEO'nun hissedarlığı	-.146	-.179			386*	.376**	-.023		.139		-.106		.142*	.162*	.231*	.100***
CEO kur. aile.pr. yön.																
<i>BCF Güçlend. End.</i>	-.098	-.115			-.131		-.062		-.091		.066		-.008		-.124**	-.128**
<i>Yön. Kur. Yap. End.</i>	-.084	-.068			-.140**	-.144**	.074***	.069***	.096		.015		.089*		-.029	
<i>Kontrol değişkenleri</i>																
CEO şirk. grv. süresi	.111	-.135			-.080		.055		-.111		-.064		-.024*		-.107	
Sah. Yap. Endeksi	.288**	.460***			-.072		.024		.257		-.027		-.015		.096**	-.533*
Kadın üye oranı	-.533	-.1348**	-.1232**		-.891	-.1019*	.218		.366		.663**		.393**		-.179*	-.235**
Aynı soy. üye oranı	.110	.292			.103		-.347*		-.325*		-.477		.161**		.131*	.168
Yönetim kurulu büy.	-.003	-.020			-.025		.006		.187**		.222***		.162***		.186***	.000
Firmanın büyüklüğü	-.089**	-.065	-.067*		-.004		.024		-.096		-.153*		-.027		.004	.019
Yabancı ortak oranı	.000	-.004			-.004	-.005*	.004**	.005***	.002		-.003		.001*		.001	.001
Holding ortaklığı	.213	-.013			-.283	-.281*	-.071		.167		.317*		.346**		.029	-.219**
Firmanın yaşı	.009**	.010**	.003		.001		.001		.007		.001		.001**		.001**	.000***
Borç oranı	.000*	.000*	.000*		.000	.000**	.000**	.000**	.000		.000		-.005*		.000***	.204**
Faaliyette bul. Sektör	.031	.032***	-.106		.198*	.185*	.014		.103		.212		.043		.053*	-.034
ROE							.126***	.127***								
AR-GE							.414									
VIF değerleri	1.07-1.4	1.01-1.03	1.03-1.24	1.00-1.02	1.04-1.5	1.04-1.2	1.05-1.4	1.00-1.02	1.05-1.2	1.01-1.03	1.08-1.5	1.01-1.04	1.06-1.7	1.0-1.02	1.04-1.2	1.02-1.19
Adjusted R ²	.10	.14	.07	.12	.08	.10	.15	.18	.08	.09	.14	.16	.07	.08	.10	.11
F-value	2.268***	6.142***	2.165**	8.293***	2.151**	4.706***	2.903***	9.600***	2.170***	8.861***	2.638***	10.527***	1.638*	5.891***	2.760***	5.599***
Durbin-Watson	2.077	2.077	2.053	2.053	2.017	2.017	2.062	2.062	2.233	2.233	2.055	2.055	1.858	2.193	2.193	2.193
Number of observ.	N 207	207	225	225	269	269	322	322	313	313	207	207	226	226	322	322

*** p<.01; ** p<.05; * p<.10

E-Endeks: BCF güçlendirme Endeksi, B-Endeks: Yönetim kurulu yapısı endeksi, ROA: Aktif kârlılık (Net kâr / Toplam aktifler), ROE: Özsermaye kârlılığı (Net kâr / Özsermaye), SatBü: Satışlardaki büyüme (Bir sonraki yıl-Bir önceki yıl)/Önceki yıl; Tobin Q: Aktifin piyasa değeri/Aktifin defter değeri, AGYo: Ar-Ge yoğunluğu, UCDü: Uluslararası çeşitlenme düzeyi, FSTS: Yurtdışı Satışlar / Toplam Satışlar, FATA: Yabancı Varlıklar / Toplam Varlıklar.

Tablo 9

EO'nun Kurucu Aileden Olup Olmamasının Firmanın Hem Finansal Performansına Hem de Risk Alma Davranışa Etkisini Ortaya Koymak için Yapılan Hiyerarşik Regresyon Analizi Sonuçları

Değişkenler	Finansal Performans				Risk Alma Davranışı											
	ROA	ROE	SatBü	Tobin Q	AGY'o	UÇDü	FSTS	FATA								
Model.1a Model.1b Model.2a Model.2b Model.3a Model.3b Model.4a Model.4b Model.5a Model.5b Model.6a Model.6b Model.7a Model.7b Model.8a Model.8b																
Sabit	-2.54***	-3.045***	-.105	-.807	.663	.713	.553	.762***	-6.47***	-6.107***	-.679***	-.695***	.277*	.138***	.697***	.090*
<i>Güçlendirilmiş CEO</i>																
CEO ikiliği																
CEO sahipliği																
CEO'nun hissedarlığı																
CEO kur. at.pr. yön.	.081	.162	.328	.010												
BCF Güçlendir.e End.	-.109	-.134	-.131	-.064												
Yönet. Kur. Yap. End.	-.077	-.056	-.158**	-.172***	.075***	.069***										
<i>Kontrol değişkenleri</i>																
CEO şirk. grv. süresi	.071	-.202	-.087	.049												
Sahiplik Yap. End.	.299**	.460***	-.092	.025	.383*	.329*										
Kadın üye oranı	-.564	-.1387**	-1.400**	-.872	-.912*	.215										
Aynı soy. üye oranı	.035	.183	.158	-.361*	-.325*	.006										
Yönetim kurulu büyü.	.003	-.012	-.032	.023	-.148*	-.153*	.010									
Firmanın büyüklüğü	-.093**	-.069*	-.003	.004**	.005***	.001*	.001*	.001*	.001*	.001*	.001*	.001*	.001*	.001*	.001*	.001*
Yabancı ortak oranı	.000	-.004	-.005	-.007**	-.004**	.005***	.001	.001*	.001*	.001*	.001*	.001*	.001*	.001*	.001*	.001*
Holding ortaklığı	.253	.035	-.352**	-.404**	-.066	.001	.075*	.089**	.027	.001**	.001**	.001**	.001**	.001**	.001**	.001**
Firmanın yaşı	.009**	.010**	.004	.001	.008	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000
Borç oranı	.000*	.000*	.000	.000**	.000**	.000**	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000
Faaliyette bul. Sektör	.196	-.106	.203*	.014	-.047		-.055	.058*	.053**	.061*	.062*					
ROE				.126***	.127***											
AR-GE				.404												
VIF değerleri	1.08-1.3	1.01-1.03	1.04-1.5	1.02-1.02	1.06-1.5	1.0-1.03	1.04-1.5	1.00-1.02	1.04-1.8	1.00-	1.4-1.6	1.19-1.39	1.04-1.3	1.01-1.1	1.04-1.6	1.03-1.14
Adjusted R ²	.10	.14	.08	.12	.10	.07	.15	.18	.08	1.089	.11	.13	.05	.07	.09	.11
F-value	2.230***	6.645***	2.030*	8.293***	1.847**	4.821***	2.898***	9.600***	2.338***	.09	3.328***	12.769***	1.661*	5.652***	2.815***	6.075***
Durbin-Watson	2.070	2.070	2.053	2.018	2.061	2.061	2.061	2.061	2.215	8.861***	1.811	1.811	1.875	1.875	2.068	2.068
Number of observ.	N 207	207	225	269	269	321	321	321	313	2215	102	102	226	226	322	322

*** p<.01; ** p<.05; * p<.10

E-Endeks: BCF güçlendirme Endeksi, B-Endeks: Yönetim kurulu yapısı endeksi, ROA: Aktif kârlılık (Net kâr / Toplam aktifler), ROE: Özsermaye kârlılığı (Net kâr / Özsermaye), SatBü: Satışlardaki büyüme (Bir sonraki yıl-Bir önceki yıl)/Önceki yıl; Tobin Q: Aktifin piyasa değeri/Aktifin defter değeri, AGYo: Ar-Ge yoğunluğu, UCDü: Uluslararası çeşitlenme düzeyi, FSTS: Yurtdışı Satışlar / Toplam Satışlar, FATA: Yabancı Varlıklar / Toplam Varlıklar.

Tablo 8 CEO hissedarlığı ile finansal performans ve risk alma davranışları arasındaki ilişkiyi ortaya koymaktadır. CEO hissedarlığı firmanın finansal performans göstergelerinden SatBü'yü ($\beta=.376$; $p<.05$); risk alma davranışından ise FSTS'yi ($\beta=.162$; $p<.10$) ve FATA'yı ($\beta=.100$; $p<.05$) pozitif yönde ve anlamlı olarak etkilemektedir. Diğer bir ifadeyle, Türk firmalarında CEO hissedarlığı ile firmanın finansal performansı ve firmanın risk alma davranışı arasında olumlu yönde bir ilişki olduğunu ileri süren H_{2c} burada belirtilen göstergeler düzeyinde desteklenmektedir. Diğer finansal performans göstergeleri için elde edilen ilişkiler ise anlamlı değildir.

CEO'nun kurucu aileden olması ile finansal performans göstergelerinin hiçbirisi arasında anlamlı bir ilişkiye rastlanmamıştır. Risk alma davranışlarından da AGYo ($\beta=-.031$; $p<.10$) ile arasında negatif yönlü bir ilişki gözlemlenirken FATA ($\beta=.430$; $p<.01$) arasında pozitif yönlü bir ilişki bulunmuştur (Tablo 9). H_{1d} FSTS dışında reddedilmektedir. CEO'nun kurucu aileden olması FSTS'yi beklentiler doğrultusunda $p<.10$ anlamlılık düzeyinde negatif yönde ($\beta=-.043$) etkilemektedir.

Tablo 6-9'da görüldüğü üzere, CEO güçlendirmenin alt indisleri düzeyinde gerçekleştirilen analizlerde kontrol değişkenleri anlamlı ilişkiler göstermektedir. Kontrol değişkenleri arasında borç oranı, 32 modelin 19'unda anlamlı ve bunlar arasında FSTS dışında da olumlu bir etkiye sahiptir. Borç oranı CEO güçlendirmenin tüm alt indislerinde AGYo ve UÇDü üzerinde bir etkiye sahip olmamakla birlikte FSTS ile negatif ve FATA ile pozitif yönde anlamlı ilişkiler sergilemektedir. Sahiplik yapısı endeksi ise 16 modelde anlamlı bir etkiye sahipken bunların önemli bir kısmı ise literatürün aksine olumsuz bir etki sergilemektedir. Aynı aileden bireylerin yönetim kurulunda yer alması ise genelde olumsuz bir etki göstermektedir. Firmanın yaşı ise anlamlı olduğu tüm modellerde hem finansal performansı hem de risk alma davranışını olumlu yönde etkilemektedir. Firmanın faaliyette bulunduğu sektörün küresel olması da anlamlı olduğu 11 modelin tamamında pozitif yönlü bir etkiye sahiptir.

Bu çalışma kapsamında geliştirilen hipotezler ve elde edilen sonuçlar Tablo 10 ve Tablo 11'de özetlenmektedir.

Tablo 11
CEO Güçlendirmenin Alt İndisleri Düzeyinde Sonuçların Genel Değerlendirmesi

Değişkenler	Finansal Performans					
	ROA	ROE	SatBüy	Tobin Q		
CEO ikiliği	(+)**	İY	(+)**	(+)*		
CEO sahipliği	İY	İY	(+)**	(+)*	İY	
CEO'nun hissedarlığı						
CEO kur. aile		İY	(+)**			İY
<u>E-endek</u>	İY	İY	(-)*	İY	(-)*	İY
<u>B-Endeks</u>	(+)*	İY	(+)**	İY	(+)**	(+)**
Kontrol değişkenleri						
CEO'nun şirk. grv. sür	+	+	+	-		
Sahiplik Yap. End						
Kadın üye oranı	-	-	-	-		-
Aynı soy. üye oranı						
Yönetim kur. büy.	+					
Firmanın büyüklüğü	-	-	-	-		
Yabancı ortak oranı						
Holding ortaklığı						
Firma yaşı	+	+	+		+	+
Borç oranı	+	+	+	+	+	+
Faaliyette bul.sektör	+	+	+	+	+	+

İY: İlişki bulunamadı. *** p<.01, ** p<.05, * p<.10

E-Endeks: BCF güçlendirme Endeksi, B-Endeks: Yönetim kurulu yapısı endeksi, ROA: Aktif kârlılık (Net kâr / Toplam aktifler), ROE: Özsermaye kârlılığı (Net kâr / Özsermaye), SatBüy: Satışlardaki büyüme (Bir sonraki yıl-Bir önceki yıl)/Önceki yıl; Tobin Q: Aktifin piyasa değeri/Aktifin defter değeri, AGYo: Ar-Ge yoğunluğu, UÇDü: Uluslararası çeşitlenme düzeyi, FSTS: Yurtdışı Satışlar / Toplam Satışlar, FATA: Yabancı Varlıklar /Toplam Varlıklar.

Tablo 11 (devamı)

Değişkenler	Risk Alma Davranışı					
	AGYo	UÇDü	FSTS	FATA		
CEO ikiliği	İY	İY	İY	İY		
CEO sahipliği	(+)**	İY	İY	İY		
CEO'nun hissedarlığı	İY	İY	(+)*	(+)**		(+)**
CEO kur. aile	(-)*	İY	(-)*	(-)*		(+)**
<u>E-endek</u>	İY	İY	İY	(-)**		(-)**
<u>B-Endeks</u>	İY	İY	(+)**	İY		İY
<u>Kontrol değişkenleri</u>						
CEO'nun şirk. grv. sür			+	-		-
Sahiplik Yap. End	+	+	+	+		+
Kadın üye oranı		+	-	-		-
Aynı soy. üye oranı	-	-	+	-		-
Yönetim kur. büy.	+	+	+	+		+
Firmanın büyüklüğü	-	-	+	+		+
Yabancı ortak oranı		+	+	+		+
Holding ortaklığı		+	+	+		+
Firma yaşı		+	+	+		+
Borç oranı		-	-	+		+
Faaliyette bul.sektör		+	+	+		+

İY: İlişki bulunamadı. *** p<01, ** p<05, * p<10

E-Endeks: BCF güçlendirmede Endeksi, B-Endeks: Yönetim kurulu yapısı endeksi, ROA: Aktif kârlılık (Net kâr / Toplam aktifler), ROE: Özsermaye kârlılığı (Net kâr / Özsermaye), SatBü: Satışlardaki büyüme (Bir sonraki yıl-Bir önceki yıl)/Önceki yıl; Tobin Q: Aktifin piyasa değeri/Aktifin defter değeri, AGYo: Ar-Ge yoğunluğu, UÇDü: Uluslararası çeşitlenme düzeyi, FSTS: Yurtdışı Satışlar / Toplam Satışlar, FATA: Yabancı Varlıklar / Toplam Varlıklar.

8. Sağlamlılık (Robustness) testleri

Yönetim güçlendirmenin boyutlarını temsil etmek için kullanılan değişkenlerin örneklemimiz için nasıl bir yapıya sahip olduğunu ortaya koymak ve yapı geçerliliğini test etmek için keşfedici faktör analizi uygulanmıştır. Uygulanan keşfedici faktör analizinde üretilen faktörlerin ve bu faktörlere ait alt skalaların birbirlerinden bağımsız yapıda oluşması amaçlanarak orthogonal faktör rotasyonu (Varimax yöntemi) kullanılmıştır (Akgül, 2005: 445). Elde edilen faktör analizi sonuçları sırasıyla güçlendirilmiş CEO, E-endeks ve B-endeks için Tablo 12, 13 ve 14’te özetlenmektedir. Keşfedici faktör analizi sonuçları, güçlendirilmiş CEO boyutlarını temsil eden değişkenlerin tek faktörlü bir yapı altında toplandığını göstermektedir. E-endeks ve B-endeks ise üç faktör altında toplanmaktadır. Elde edilen faktörler toplam varyansın, sırasıyla CEO, E-endeks ve B-endeks için, % 75, % 72 ve % 74’lük kısmını açıklamaktadır. Verilerin faktör analizine uygunluğunu test etmek için yapılan Bartlett’s küresellik testi ($p<.000$) ve Kaiser-Meyer-Olkin (.789, .607, ve .699) örnek uygunluk testi değerleri faktör analizinin uygulanabilirliğine kanıt sağlamaktadır (Albayrak, 2006: 128-130). Elde edilen faktör yapısının güvenilirliğini test etmek için hesaplanan Cronbach’s Alpha katsayısı, elde edilen faktörün güvenilirliğinin tatminkâr olduğunu göstermektedir ($\alpha>.70$). Bu bulgular ışığında çalışmada, güçlendirilmiş CEO tek bir boyutta “güçlendirilmiş CEO” başlığı altında; E-endeks “hissedar yeteneğini sınırlama, oy hakkı sınırlama ve ele geçirme savunması” başlıkları altında; B-endeks ise “bağımsız yönetim kurulu, birleşik olmayan liderlik yapısı ve bağımsız yönetici yoğunluğu” başlıkları altında ele alınmıştır.

Faktör analizi sonucu elde edilen yönetim güçlendirmenin alt boyutları genel olarak değerlendirildiğinde E-endeksten ziyade CEO güçlendirmenin ve B-endeksin hem finansal performans hem de risk alma davranışları üzerinde etkili olduğu görülmektedir (Tablo 15). CEO güçlendirme finansal performans göstergelerinden ROA ($\beta=.275$; $p<.10$) ve SatBü ($\beta=.234375$; $p<.10$); risk alma davranışlarından da FATA ($\beta=.064$; $p<.10$) üzerinde anlamlı ve pozitif yönlü bir etkiye sahiptir. Diğer bir ifadeyle, ROA, SatBü ve FATA düzeyinde hipotez 1 kabul edilmektedir. E-endeks ise sadece “oy hakkı sınırlama” alt boyutu düzeyinde FSTS ($\beta=-.375$; $p<.05$) üzerinde olumsuz ve anlamlı bir etki göstermektedir.

Tablo 12
Güçlendirilmiş CEO için Keşfedici Faktör Analizi Sonuçları

Değişkenler	Faktör1: Güçlendirilmiş CEO
CEO ikiliği	.755
CEO sahipliği	.915
CEO'nun hissedarlığı	.877
CEO kurucu kişi/profesy. yön.	.794
Açıklanan Toplam Varyans	.71
Kaiser-Meyer-Olkin (KMO)	.789
Bartlett's Test of Sphericity	661,119 df:6 (P<,000)
Cronbach's Alpha	.745

Tablo 13
E-Endeks için Keşfedici Faktör Analizi Sonuçları

Değişkenler	Faktör 1: Hissedar yeteneğini sınırlama	Faktör 2: Oy hakkı sınırlama	Faktör 3: Ele geçirme savunması
Kısmi ve kademeli yönetim kurulu	.817	-.004	.052
Şirket ana sözl. oy hakkına kısıtlama getirme	.038	.753	.076
Zehirli haplar	.001	.134	.768
Altın paraşütler	.029	.689	-.101
Birleşme için büyük çoğunluk sağlama	-.021	-.150	.646
Tüyük değişikliği	.799	.078	-.077
Açıklanan Toplam Varyans			.57
Kaiser-Meyer-Olkin (KMO)			.607
Bartlett's Test of Sphericity		49.991 df:15 (P<,000)	
Cronbach's Alpha			.720

B-endeks alt boyutları ise firma performansı üzerinde en fazla etkiye sahip güçlendirme boyutu olarak görülmektedir. “Birleşik olmayan liderlik yapısı” ROA’yu ($\beta=.204$; $p<.10$) olumlu ve pozitif yönde etkilerken uluslararasılaşma düzeyinde FATA’yı ($\beta=-.051$; $p<.10$) negatif yönde etkilemektedir. “Bağımsız yönetim kurulu” olarak adlandırılan alt boyut ise SatBü’yü ($\beta=-.335$; $p<.10$) olumsuz etkilerken Tobin Q’yu ($\beta=.219$; $p<.01$) olumlu yönde etkilemektedir. Diğer bir ifadeyle, yönetim kurulunun % 50’sinden azının bağımsız yönetici olması ve denetim kurulunun bulunması muhasebe tabanlı performansı beklentilerin aksine olumsuz etkilerken, defter değerini beklentiler yönünde

olumlu etkilemektedir. “Bağımsız yönetim kurulu” risk alma davranışlarından sadece FSTS ($\beta=-.048$; $p<.05$) üzerinde etkili olmaktadır. Yönetim kurulunun en az % 50 bağımsız yöneticiden oluşmasını niteleyen “bağımsız yönetici yoğunluğu” olarak adlandırılan alt boyut beklentilerin aksine ROA ($\beta=-.188$; $p<.05$), ROE ($\beta=-.308$; $p<.01$) ve FATA ($\beta=-.090$; $p<.05$) üzerinde olumsuz bir etki sergilemektedir.

Tablo 14
B-Endeks için Keşfedici Faktör Analizi Sonuçları

Değişkenler	Faktör 1: Bağımsız yönetim kurulu	Faktör 2: Birleşik olmayan liderlik yapısı	Faktör 3: Bağımsız yönetici yoğunluğu
Yön. kurulu bir veya daha fazla bağımsız yönetici bul.	.885	-.055	.030
Yön. kurulu en az % 30 bağımsız yönetici bul.	.553	-.434	.292
Yön. kurulu en az % 50bağımsız yönetici bul.	-.005	.063	.968
CEO aynı zamanda yönetim kurulu başkanı değil	.162	.880	.101
Denetim kurulu bulunuyor	.718	.381	-.050
Denetim kurulunda azınlık hissedarların temsilcileri bul	.872	.101	.009
Açıklanan Toplam Varyans		.747	
Kaiser-Meyer-Olkin (KMO)		.699	
Bartlett's Test of Sphericity		458.359 df:15 ($P<.000$)	
Cronbach's Alpha		.738	

9. Sonuç ve tartışma

Bu çalışmanın sonucunda elde edilen temel bulgular, güçlendirilmiş yönetimin firmanın finansal performansını ve risk alma davranışını farklı düzeylerde ve farklı yönlerde etkilediğine işaret etmektedir. Bulgular bütün olarak değerlendirildiğinde, Türkiye’de yönetim güçlendirme ile örgütsel sonuçlar arasındaki ilişkiyi açıklamada vekalet kuramının bakış açısını destekleyen bulgulara da ulaşılmasına karşın temsil teorisinin varsayımlarının daha baskın olduğu görülmektedir. Yönetim güçlendirme genel olarak finansal göstergeler üzerinde olumlu bir etki sergilemektedir.

CEO’nun yetki alanının genişletilmesi aktif kârlılık, özsermaye kârlılığı ve satışlardaki büyüme düzeyinde finansal performansı; uluslararası çeşitlenme düzeyi ve çokulusluluk derecesi (FATA -yabancı varlıkların toplam varlıklar içindeki yeri) düzeyinde risk alma davranışını olumlu yönde etkilemekte ve gelişmiş ülke özelliklerinden ziyade gelişmekte olan ülke özelliklerini sergilemektedir. Diğer bir ifadeyle, CEO güçlendirme ile aktif kârlılık, özsermaye kârlılığı, satışlardaki büyüme, uluslararası çeşitlenme düzeyi ve FATA arasındaki

ilişki temsil teorisinin varsayımlarını desteklemektedir. CEO güçlendirmenin ve CEO'nun kurucu aileden olması dışındaki tüm alt boyutlarının en fazla açıklama gücünün satışlardaki büyüme üzerinde olduğu görülmektedir.

Güçlendirilmiş CEO alt boyutları ile ele alındığında ise CEO ikiliği ile ilgili elde edilen bulgular, Türkiye'deki yapıyı konu alan farklı örneklemelerle gerçekleştirilen diğer çalışmaların (örneğin; Kula, 2005; Kaymak ve Bektaş, 2011) paralelinde olup, CEO ikiliği özsermaye kârlılığı dışında tüm finansal performansı olumlu yönde etkilemekte ve temsil kuramının varsayımlarını desteklemektedir. Anglosakson yazınında ve bu bağlamda SPK ve YTTK'de önemle üzerinde durulduğu gibi yöneticinin etkin bir şekilde kontrol edilmesi amacıyla CEO ikiliği yapısından kaçınılması gerektiği yönündeki söylem birçok gelişmekte olan pazar gibi Türkiye'de gerçekleştirilen bu çalışmada da temel bulmamaktadır. Diğer bir ifadeyle, CEO ya da genel müdür ile icra başkanı rolünün aynı kişide toplandığı Türk firmalarında, bu iki görevin ayrı kişilerde olduğu firmalara göre daha yüksek finansal performans sergilendiği ortaya konulmaktadır. Ayrıca CEO ikiliği, CEO'nun riske yaklaşımını etkilememekte, uluslararasılaşma kararları üzerinde herhangi bir etkisi bulunmamaktadır.

Bu çalışmada da Himmelberg vd.'nin (1999) ve Fernandez ve Gomez'in (2002) çalışmalarıyla tutarlı olarak CEO sahipliği ile aktif kârlılık ve özsermaye kârlılığı arasında herhangi bir ilişkiye rastlanmamıştır. Finansal performans düzeyinde satışlardaki büyüme ve Tobin Q düzeyinde olumlu etkisinin olduğu görülmektedir. Risk alma boyutlarında ise Ar-Ge yoğunluğuna kıyasla uluslararası çeşitlenme düzeyi, çokulusluluk derecesi (FSTS -yurtdışı satışların toplam satışlar içindeki yerini) ve FATA gibi daha yoğun risk içeren uluslararasılaşma stratejilerine (Hsu, Chen ve Cheng, 2013; Calabro ve Mussolini, 2013; Cerrato ve Piva, 2012; Hobdari, Gregoric ve Sinani, 2011; Naldi ve diğerleri, 2007; Aldrich ve Cliff, 2003) herhangi bir etkisinin olmadığı görülmektedir. İlgili literatür (örneğin, Lu vd., 2009; Eisenmann, 2002) ile tutarlı olarak CEO'nun hisse oranı arttıkça Türk firmaların uzun dönemli firma değerini arttıran Ar-Ge yatırım kararları olumlu yönde etkilenmektedir. Ancak CEO'nun sahiplik oranının firmanın uluslararasılaşmasını açıklamada doğrudan bir önemi bulunmamasına karşın daha güçlü CEO'lar Ar-Ge düzeyinde geniş risk alma eğiliminden kaçınmamaktadırlar. Özellikle, ilgili literatürde ileri sürülen CEO'nun firmadaki hisse oranı kendi kişisel zenginliği içinde önemli bir paya sahipse gelirlerini azaltma ihtimaline karşı riskten kaçınan kararlar alma eğiliminde olabildiği yönündeki görüşler bu çalışmada destek bulmamıştır.

Türkiye gibi aile baskın yönetimlerin yaygın olduğu gelişmekte olan ülkelerde CEO'nun kurucu aileden olup olmaması önemli bir gösterge olarak algılanırken bu çalışmada FATA dışında beklenen etkiyi yaratmamaktadır. CEO'nun kurucu aileden olup olmamasının finansal performans üzerinde

herhangi bir etkisinin bulunmamasına karşın, beklentilerin aksi yönde, Ar-Ge yoğunluğu ve FSTS boyutlarında riske temkinle yaklaşılmasına neden olmaktadır. Bu durum Türkiye’de genelde aile bireylerinden oluşan yönetim kurullarının baskınlığından ve genel müdürlerin ikinci planda yer almasından kaynaklanabilir. Kaymak ve Bektaş (2008) karar alma noktasında bazı yönetim kurulu üyelerinin diğerlerinde olmayan bazı özel güçlere sahip olabileceğini ileri sürmektedir. Kula (2005) bu üyeleri “usulen/sözde güçlendirilmiş üyeler (duly empowered members)” olarak adlandırmaktadır. Dolayısıyla CEO’nun kurucu aileden olması önemli olmamakta, zaten yönetim kurulu etkin olup stratejik kararları aldığı için CEO ya da genel müdürün hangi kökene sahip olduğu bu çalışmada beklenen etkiyi yaratmamaktadır. Bununla birlikte bu sonuç çalışma örnekleminde de kaynaklanabilir. Örnekleme yer alan 336 firmanın sadece 59’unda CEO ya da genel müdür aile bireylerinden oluşmaktadır.

E-Endeks, ilgili literatürle (örn., Gompers vd., 2003; Bebchuk vd., 2005; Kesten, 2010) tutarlı olarak Tobin Q, uluslararası çeşitlenme düzeyi ve FATA’yı olumsuz etkilemektedir. Diğer bir deyişle yöneticilerin sahip oldukları gücü arttırıp hissedarların kontrol haklarını zayıflatan uygulamalar Tobin Q’yu ve uluslararasılaşmayı olumsuz yönde etkilemektedir. Asil-asil çatışmasının hakim olduğu ve azınlık hissedar haklarının en az korunduğu ülkeler arasında yer alan Türkiye’de özellikle firmaların yüksek risk içeren uluslararasılaşma faaliyetlerinde güçlendirme (E-endeks) bir tehlike olarak görülmektedir. Bu durum, yönetime daha fazla yetki kazandırılmasının daha yüksek risk içeren uluslararası çeşitlenme düzeyi ve FATA gibi başka ülkelere yatırım yapma faaliyetleri için fayda sağlamadığını ortaya koymaktadır. Aksine, Lewellyn ve Muller-Kahle’nin (2012) de belirttiği üzere fazla güçlendirilen yönetimin riskten kaçınma davranışı sergilediği görülmektedir. Bu bulgular vekalet kuramının temel varsayımlarını desteklemektedir.

Yönetim kurulunun bağımsızlığına (B-Endeks) gelince, aktif kârlılık, satışlardaki büyüme, Ar-Ge yoğunluğu ve FSTS için vekalet kuramının bakış açısını desteklemektedir. Bağımsızlık arttıkça firmanın aktif kârlılığı ve satışlardaki büyüme değerleri artmaktadır. Bağımsızlık Ar-Ge faaliyetlerine eğilimin artmasını sağlamakta, uluslararasılaşmayı ise FSTS düzeyinde olumlu etkilemektedir. Ancak daha riskli uluslararasılaşma stratejilerinden olan uluslararası çeşitlenme düzeyi üzerinde ise herhangi bir etkiye sahip görülmemektedir. Elde edilen sonuçlar, Türk firmalarında bağımsız yöneticilerin faaliyetlerinin düşünüldüğü kadar değersiz olmadığı, önem kazanmaya başladığı şeklinde yorumlanabilir. Bu durum, YTTK doğrultusunda bağımsız yönetici sayısındaki artış paralelinde bağımsız yönetici sayılarının ve güçlerinin artmasından da kaynaklanabilir. Ancak firma için riski yüksek yatırım kararlarında hala büyük bir etkisi olmadığını göz önünde tutmak gerekmektedir.

Tablo 15
Faktör Analizi Sonucu Elde Edilen Boyutların Firmanın Hem Finansal Performansına
Hem de Risk Alma Davranışa Etkisini Ortaya Koymak için Yapılan Hiyerarşik Regresyon Analizi Sonuçları

Değişkenler	Financial Performans					Risk Alma Davranışı									
	ROA	ROE	SatBü	Tobin Q	AGYo	ÜÇDü	FSTS	FATA							
Model.1a	Model.1b	Model.2a	Model.2b	Model.3a	Model.3b	Model.4a	Model.4b	Model.5a	Model.5b	Model.6a	Model.6b	Model.7a	Model.7b	Model.8a	Model.8b
Sabit	-3.03***	-394	-821	.057	-1.08***	.062	.393***	-6.77***	-6.848***	-.561***	-.542***	.161	.217**	.731***	.570***
<i>BCF Güç. End. (E-End.)</i>	.230	.207	.393*	.343*	.055							.000		.077*	.064*
Hissedar yet. sınırlama	.034	-.067	.131	-.174	-.006			.060	-.005	-.005	-.007	-.368**	-.375**	-.002	
Oy hakkı sınırlama	.012	.034	-.005	-.005	-.025			-.014	-.007	.023	-.003			-.035	
Ele geçirme savunması														-.001	
<i>Yön. Kur. Yap. (B-End.)</i>	.004	-.003	-.299	-.335*	.221**	.219***		-.037	.006	.006	-.049	-.048**	-.002	-.048	-.051*
Yön. Kur. Yap. (B-End.)	.195	.189	.173	-.007	-.016	-.050		-.286	.013	.008	-.009	-.009	-.095**	-.095**	-.090**
Bağımsız yönetim kurulu	-.188**	-.187**	-.314***	-.308***	-.050			-.041	-.009	-.009					
Birleşik olm. lider. yapısı	.087	-.133	-.069	-.100	.019			-.245	-.029	.006			-.027	.081*	.080*
Bağımsız yön. yoğunluğu	-.574	.443***	-.415***	-.950	.043	.158		.202	.256*	.304***	.300***	-.145	-.142*	-.142*	
<i>Kontrol değişkenleri</i>	.075	.319	.178	-.253	-.253	-.183***		-.163	-1.823***	-.112*	-.112*	.138**	.114**	.013	
CEO'nun şifk. grv. süresi	.005	-.014	-.028	.007	.002	.002		.189**	.220***	.033***	.032***	-.002	-.006	-.006	
Sahiplik Yapısı	-.074*	-.050	.004***	-.004	.024	.005***		-.103	.008	.008	.004	.004	.007	.007	
Endeksi	.000	-.003	-.004	-.364**	-.006*	-.001		.001	.069**	.001	.001	.001	.001	.001	
Kadın üye oranı	.227	-.004	-.004	-.384**	-.039			.189	.001	.069***	.079***	.028	-.106***	-.106***	-.107***
Aynı soyadlı üye oranı	.010**	.005	.001	.001	.001	.001		.008	.001	.001	.002**	.002***	.003***	.003***	.003***
Yönetim kurulu büy.	.000**	.000*	.000	.000	.000**	.000**		.000	.000	.000	.000	.000	.000***	.000***	.000***
Firmanın büyüklüğü	.114	-.180	-.187		.121***	.126***		.150	-.029	-.029	.043	.048*	.076**	.083**	.083**
Yabancı ortak oranı	1.05-2.3	1.00-1.05	1.05-2.27	1.00-1.03	1.04-2.6	1.0-1.03	1.06-2.3	1.00-1.02	1.02-1.5	1.00-1.02	1.02-2.5	1.05-1.10	1.02-2.6	1.01-1.06	1.01-1.03
Holding ortaklığı	.12	.15	.09	.15	.06	.09	.16	.20	.07	.10	.12	.14	.06	.09	.12
Firmanın yaşı	1.882**	5.599***	1.897**	7.231***	1.536*	4.357***	2.404***	10.133***	1.676**	11.126***	2.650***	10.338***	1.662**	4.305***	2.178***
Borç oranı	2.053	2.053	2.074	2.074	1.951	1.951	2.039	2.039	2.334	2.334	1.694	1.694	2.039	2.039	2.047
Faaliyetle bul. Sektör															
ROE															
AR-GE															
VIF değerleri															
Adjusted R ²															
F-value															
Durbin-Watson															

*** p<.01; ** p<.05; * p<.10

E-Endeks: BCF güçlendirme Endeksi, B-Endeks: Yönetim kurulu yapısı endeksi, ROA: Aktif kârlılık (Net kâr / Toplam aktifler), ROE: Özsermaye kârlılığı (Net kâr / Özsermaye), SatBü: Satışlardaki büyüme (Bir sonraki yıl-Bir önceki yıl)/Önceki yıl; Tobin Q: Aktifin piyasa değeri/Aktifin defter değeri, AGYo: Ar-Ge yoğunluğu, UÇDü: Uluslararası çeşitlenme düzeyi, FSTS: Yurtdışı Satışlar / Toplam Satışlar, FATA: Yabancı Varlıklar / Toplam Varlıklar.

10. Çalışmanın kısıtları ve gelecek çalışmalara yönelik öneriler

Bu çalışma yönetim güçlendirmenin firmaların finansal performansları ve risk alma davranışları üzerindeki etkilerini farklı düzeylerde inceleyerek önemli ipuçları vermekle birlikte bazı kısıtlara sahiptir. Bu çalışmada vekalet ve temsil kuramından hareket edilmektedir. Bundan sonraki çalışmalarda Türkiye gerçeğini açıklamada kurumsal kuram ya da kaynak bağımlılığı teorileri ele alınarak aynı araştırma yenilenebilir.

Bu çalışmada endüstri değişkeni hem finansal performansın endüstri ortalamalarına oranlanarak hem de dünya geneli benzeşimlerinden hareketle gerçekleştirilen çoklu yerel ve küresel ayrımıyla kontrol edilmeye çalışılmıştır. Ancak özellikle Ar-Ge düzeyindeki yatırımlar faaliyette bulunan sektördeki taleplerden ve rekabetten etkilenebilmektedir. Örneğin, rekabetin çok yoğun yaşandığı sektörlerdeki Ar-Ge yatırımı ile durağan sektördeki aynı olmayacaktır. Bundan sonraki çalışmalarda endüstri değişkeninin farklı boyutlarda incelenmesinin ilginç olacağı düşünülmektedir.

Bu çalışmada sahiplik yapısı endeksi sadece bir kontrol değişkeni olarak analize dahil edilmiştir. Ancak Türkiye gibi sahiplik yoğunlaşmasının hakim olduğu gelişmekte olan ülkelerde yönetim kurulunun yanı sıra sahiplik yoğunlaşmasının da ele alınmasının faydalı olacağına inanılmaktadır. Bu çalışmada kontrol değişkenlerinin açıklayıcılık gücü yüksek çıkmıştır. Bundan sonraki çalışmalarda bu değişkenler daha detaylı bir biçimde ele alınabilir. Ayrıca literatürde üst yönetimin risk alma davranışını değerlendirmeye yönelik olarak geliştirilen ölçeklerle birincil verilere dayalı olarak yöneticilerin risk alma davranışları gelecek çalışmalarda daha detaylı ölçülebilir.

Kaynaklar

- AGRAWAL, A. ve KNOEBER, C.R., (1996), "Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31, 377-397.
- AGUILERA, R. V., SURROCA, J. ve TRIBÓ, Josep A. (2003), "Is Managerial Entrenchment Always Bad? A CSR Approach", http://scholar.google.com.tr/scholar?q=%22is+managerial+entrenchment+always+bad%3F%22+aguilera&hl=tr&as_sdt=0%2C5, (26.02.2014).
- AGUILERA, R. V. ve JACKSON, G. (2003), "The CrossveNational Diversity of Corporate Governance: Dimensions and Determinants", *Academy of Management Review*, 28, 3, 447-465.
- ALDRICH, H. E., ve CLIFF, J. E. (2003), "The Pervasive Effects of Family on Entrepreneurship: Toward a Family Embeddedness Perspective", *Journal of Business Venturing*, 18, 5, 507-525.

- AMSDEN, A. H. ve HIKINO, T. (1994), “Project Execution Capability, Organizational KnowveHow, and Conglomerate Corporate Growth in Late Industrialization”, *Industrial and Corporate Change*, 3, 111–148.
- ANDERSON, R.C. ve REEB, D.M. (2003), “FoundingveFamily Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500”, *Journal of Finance*, 58, 1301–1328.
- ARARAT, M. ve UGUR, M. (2003), “Corporate Governance in Turkey: An Overview and Some Policy Recommendations”, *Corporate Governance*, 1, 58-75.
- ARIKBOĞA, Ş. ve MENTEŞ, A. (2012), “Türkiye’de Kurumsal Yönetişim İklimi”, *İktisat Fakültesi Mecmuası*, 59, 2, 85-120.
- BABER, W. R., KANG, S. ve LIANG, L. (2005), “Strong Boards, Management Entrenchment, and Accounting Restatement”, <http://zsbapp.baruch.cuny.edu/download/Accountancy/BKLJuly20.pdf>, 27.02.2014.
- BALIGA, B. R., MOYER, R. C. ve RAO, R. S. (1996), “CEO Duality and Firm Performance: What’s the Fuss?”, *Strategic Management Journal*, 17, 41-53.
- BASLY, S. (2007), “The Internationalization of Family SME: An Organizational Learning and Knowledge Development Perspective”, *Baltic Journal of Management*, 2, 2, 154–180.
- BATES, T., BECHER, D. ve LEMMON, M. (2008), “Board Classification and Managerial Entrenchment: Evidence from the Market for Corporate Control”, *Journal of Financial Economics*, 87, 656–677.
- BEBCHUK, L. A. ve COHEN, A. (2005), “The Costs of Entrenched Boards”, *Journal of Financial Economics*, 78, 409–433.
- BEBCHUK, L. A. ve HAMDANI, A. (2009), “The Elusive Quest for Global Governance Standards”, *University of Pennsylvania Law Review*, 157, 1263–1317.
- BEBCHUK, L., COHEN, A. ve FERRELL, A. (2009), “What Matters in Corporate Governance?”, *The Review of Financial Studies*, 22, 2, 783-827.
- BERLE, A. ve MEANS, G. C. (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, New York: Harcourt, Brace and World.
- BHAGAT, S. ve BLACK, B. (2002), “The NonveCorrelation between Board Independence and LongveTerm Firm Performance”, *The Journal of Corporatein Law*, Winter, 231-273.
- BLACK, B. S., CARVALHO, A. G. ve GORGA, E. (2012), “What Matters and for Which Firms for Corporate Governance in EmergingMarkets? Evidence from Brazil (and Other BRIK countries)”, *Journal of Corporate Finance*, 18, 934–952
- BONN, I., YOSHIKAWA, T. ve PHAN, P.P. (2004), “Effects of Board Structure on Firm Performance: A Comparison between Japan and Australia”, *Asian Business and Management*, 3, 105–125.
- BOYD, B. K. (1995), “CEO Duality and Firm Performance: A Contingency Model”, *Strategic Management Journal*, 16, 301–312.
- BOYD, B., HAYNES, K., ve ZONA, F. (2010), “Dimensions of CEO–Board Relations”, *Journal of Management Studies*, 48, 1892–1923.
- BRICKLEY, J. A., COLES, J. L. ve JARRELL, G. (1997), “Leadership structure: Separating the CEO and Chairman of the Board”, *Journal of Corporate Finance*, 3, 189-220.
- BRICKLEY, J. A., COLES, J. L. ve TERRY, R. L. (1994), “Outside Directors and the Adoption of Poison Pills”, *Journal of Financial Economics*, 35, 3, 371–390.
- BRIGHAM, E. F. ve HOUSTON, J. F. (2001), *Fundamentals of Financial Management*, Horcourt College Publishers, Ninth Edition, Orlando.

- BUCHHOLTZ, A. K. ve RIBBENS, B. A. (1994), "Role of Chief Executive Officers in Takeover Resistance: Effects of CEO Incentives and Individual Characteristics", *Academy of Management Journal*, 37, 554-580.
- BUĞRA, A. (2007), *Devlet ve İşadamları*, 5. Baskı, İstanbul: İletişim Yayınları.
- CALABRO, A. ve MUSSOLINI, D. (2013), "How do Boards of Directors Contribute to Family SME Export Intensity? The Role of Formal and Informal Governance Mechanisms", *Journal of Management and Governance*, 17, 363-403.
- CALABRO, A., MUSSOLINO, D., ve HUSE, M. (2009), "The Role of Board of Directors in the Internationalization of Small and Medium Sized Family Firms", *International Journal of Globalisation and Small Business*, 3, 4, 393-411.
- CERRATO, D. ve PIVA, M. (2012), "The Internationalization of Small and Medium-Sized Enterprises: The Effect of Family Management, Human Capital and Foreign Ownership", *Journal of Management and Governance*, 16, 617-644.
- CHANG, S. J. (2003), "Ownership Structure, Expropriation, and Performance of Group-Affiliated Companies in Korea", *Academy of Management Journal*, 46, 238-253.
- CHEN, C. W., LIN, J. B. ve YI, B. (2008), "CEO Duality and Firm Performance: An Endogenous Issue", *Corporate Ownership & Control*, 6, 1, Fall, 58-65.
- CHEN, J. J. ve LIU, X. ve LI, W. (2010), "The Effect of Insider Control and Global Benchmarks on Chinese Executive Compensation", *Corporate Governance: An International Review*, 18, 2, 107-123.
- CLAESSENS, S. ve LAEVEN, L. (2003), "Financial Development, Property Rights and Growth", *Journal of Finance*, 58, 6, 2401, 2436.
- CLAESSENS, S., DJANKOV, S. ve KLAPPER, L. (2002), "Resolution of Corporate Distress in East Asia", *Journal of Empirical Finance*, 10, 1-2, 199-216.
- COLES, J. W., MCWILLIAMS, V. B. ve SEN, N. (2001), "An Examination of the Relationship of Governance Mechanisms to Performance", *Journal of Management*, 27, 23-50.
- CONTRACTOR, F., KUNDU, S. K. ve HSU, C. (2003), "A Three-Stage Theory of International Expansion: The Link between Multinationality and Performance in the Service Sector", *Journal of International Business Studies*, 34, 1, 5-18.
- CREMERS, M. ve FERRELL, A. (2013), "Thirty Years of Shareholder Rights And Firm Valuation", *Journal of Finance*.
- DAILY, C. M. ve DALTON, D. R. (1994), "Bankruptcy and Corporate Governance: The Impact of Board Composition and Structure", *Academy of Management Journal*, 37, 6, 1603-1617.
- DAILY, C. M. (1995), "The Relationship between Board Composition and Leadership Structure and Bankruptcy Reorganization Outcomes", *Journal of Management*, 21, 1041-1056.
- DALTON, D. R., DAILY, C. M., ELLSTRAND, A. E. ve JOHNSON, J. L. (1998), "Meta-Analytic Reviews of Board Composition, Leadership Structure and Financial Performance", *Strategic Management Journal*, 19, 269-290.
- DALTON, D. ve KESNER, I. (1987), "Composition and CEO Duality in Boards of Directors: An International Perspective", *Journal of International Business Studies*, 33-42.
- DANIELSON, M. G. ve KARPOFF, J. (2007), "Do Pills Poison Operating Performance?", *Journal of Corporate Finance*, 12, 536-559.
- DAVID, P., O'BRIEN, J. P., YOSHIKAWA, T. ve DELIOS, A. (2010), "Do Shareholders or Stakeholders Appropriate the Rents From Corporate Diversification? The Influence of Ownership Structure", *Academy of Management Journal*, 53, 3, 636-654.
- DAVIS, J. H., SCHOORMAN, D. ve DONALDSON, L. (1997), "Toward a Stewardship Theory of Management", *Academy of Management Review*, 22, 1, 20-47.

- DEHAENE, A., VUYST, V. D.ve OOGHE, H. (2001), "Corporate Performance and Board Structure in Belgian Companies", *Long Range Planning*, 34, 383-393.
- DELIOS, A. ve BEAMISH, P. W. (1999), "Geographic Scope, Product Diversification, and The Corporate Performance of Japanese Firms", *Strategic Management Journal*, 20, 711-727.
- DEMIRAĞ, İ. ve SERTER, M. (2003), "Ownership Patterns and Control in Turkish Listed Companies", *Corporate Governance: An International Review*, 11, 1, 40-51.
- DEMSETZ, H. ve VILLALONGA, B. (2001), "Ownership Structure and Corporate Performance", *Journal of Corporate Finance*, 7, 209-233.
- DONALDSON, L. ve DAVIS, J. (1991), "Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns", *Australian Journal of Management*, 16, 1, 49-64.
- DURNEV, A. ve FAUVER, L. (2007), "Stealing from Thieves: Firm Governance and Performance When States are Predatory", (working paper at) <http://ssrn.com/abstract=970969>2007. Eisenmann, 2002).
- EISENMANN, T. R. (2002), "The Effects of CEO Equity Ownership and Firm Diversification on Risk Taking", *Strategic Management Journal*, 23, 513-534.
- ELSAIED, K. (2011), "Board Size and Corporate Performance: The Missing Role of Board Leadership Structure", *Journal of Management and Governance*, 15, 415-446.
- EVANS, J. D. ve HEFNER, F. (2009), "Business Ethics and the Decision to Adopt Golden Parachute Contracts: Empirical Evidence of Concern for All Stakeholders", *Journal of Business Ethics*, 86, 65-79.
- FAMA, E. F. ve JENSEN, M. (1983), "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law and Economics*, 26, 301-325.
- FAROOQUE, O., ZIJL, T., DUNSTAN, K., KARİM, A.(2007), "Ownership Structure and Corporate Performance: Evidence from Bangladesh", *AsiavePacific Journal of Accounting & Economics*, 14, 127-150.
- FAYOL, H. (1949). *General and Industrial Management*, London: Pitman.
- FERNANDEZ, C. ve S. GOMEZ (2002), "Does Ownership Structure Affect Firm Performance? Evidence From a Continentalvetype Governance System", Working paper.
- FILATOTCHEV, I., STEPHAN, J. ve JINDRA, B. (2008), "Ownership Structure, Strategic Controls and Export Intensity of Foreign Invested Firms in Transition Economies", *Journal of International Business Studies*, 39, 7, 1133-1148.
- FILATOTCHEV, I., STRANGE, R., LIEN, Y. C. ve PIESSE, J. (2007), "FDI by Firms from Newly Industrialized Economies in Emerging Markets: Corporate Governance, Entry Mode and Location", *Journal of International Business Studies*, 38, 4, 556-572.
- FILATOTCHEV, I., ve WRIGHT, M. (2011), "Agency Perspectives on Corporate Governance of Multinational Enterprises", *Journal of Management Studies*, 48, 471-486.
- FILATOTCHEV, I.ve DEMINA, N.ve WRIGHT, M. ve BUCK, T. (2001), "Strategic Choices, Export Orientation and Corporate Governance İn Privatized Firms in Russia, Ukraine and Belarus: Theory and Empirical Evidence", *Journal of International Business Studies*, 32, 4, 853-871.
- FIRTH, M., FUNG, P. M. Y. ve RUI, O. M. (2007), "How Ownership and Corporate Governance Influence Chief Executive Pay in China's Listed Firms", *Journal of Business Research*, 60, 7,776-785.
- GABRIELSSON, J., ve WINLUND, H. (2000), "Boards of Directors in Small and Medium-Sized Industrial firms: Examining the Effects of the Boards Working Style on Board Task Performance", *Entrepreneurship and Regional Development*, 12, 311-330.
- GALBRAITH, J.R. (1977), *Organizational Design*, Reading, MA: AddisonveWesley.

- GIROUD, X. ve MUELLER, H.M. (2011), “Corporate Governance, Product Market Competition, and Equity Prices”, *Journal of Finance*, 66, 563–600.
- GITMAN, L. J. (2003), *Principles of Managerial Finance*, Tenth Edition, Ankara: Bıçaklar Kitapevi.
- GOMPERS, P. A.ve ISHII, J. L. – Metrick, Andrew (2003), “Corporate Governance and Equity Prices”, *Quarterly Journal of Economics*, 118, 1, 107-155.
- GRIFFITH, J. M. (1999), “CEO Ownership and Firm Value”, *Managerial and Decision Economics*, 20, 1, 1-8.
- GU, L. ve HACKBAARTH, D. (2013), “Governance and Equity Prices: Does Transparency Matter?”, *Review of Finance*, 1-45.
- GU, L. ve HACKBAARTH, D. (2013), “Governance and Equity Prices: Does Transparency Matter?”, *Review of Finance*, 1-4.
- GUILLÉN, M.F. (2000), “Business Groups in Emerging Economies: A Resource-Based View”, *Academy of Management Journal*, 43, 3, 362–380.
- GUJARATI, D. (1995), *Basic Econometrics*, Singapore: McGraw-Hill.
- GUO, R., KRUSE, T. ve NOHEL, T. (2008), “Undoing the Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards”, *Journal of Corporate Finance*, 14, 274–288.
- HAIR, Jr JF ve ANDERSON, R., TATHAM, R.L. ve BLACK, W.C. (1998), *Multivariate Data Analysis*, Prentice-Hall: New Jersey.
- HANSON, R. C. ve SONG, M. H. (2000), “Managerial Ownership, Board Structure, and the Division of Gains in Divestitures”, *Journal of Corporate Finance*, 6, 55–70.
- HERMALIN, B. ve WEISBACH, M. (2003), “Board of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Evidence”, *Economic Policy Review*, 9, 1, 7–26.
- HIMMELBERG, C. P. – HUBBARD, R. G. ve PALIA, D. (1999), “Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the Link between Ownership and Performance”, *Journal of Financial Economics*, 53, 353-384.
- HOBDAIRI, B., GREGORIC, A. ve SINANI, E. (2011), “The Role of Firm Ownership on Internationalization: Evidence from Two Transition Economies”, *Journal of Management and Governance*, 15, 393–413.
- HSU, W., CHEN, H., ve CHENG, C. (2013), “Internationalization and Firm Performance of SMEs: The Moderating Effects of CEO Attributes”, *Journal of World Business*, 48, 1, 1–12.
- <http://www.isyatirim.com.tr/>, (28.12.2013).
- <http://www.tkyd.org/tr/>, Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği, (28.12.2013).
- <https://www.gedik.com>, (28.12.2013).
- HUTCHINSON, K.ve QUINN, B., ve ALEXANDER, N. (2006), “The Role of Management Characteristics in the Internationalisation of SMEs. Evidence from the UK Retail Sector”, *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 13, 4, 513–534.
- HWANG, S. ve KIM, W. (2012), “Managerial Entrenchment of Antitakeover Devices: Quasiexperimental Evidence from Korea”, *Pacific Basin Finance Journal*, 20, 614–638.
- IYENGAR, R. ve ZAMPELLI, E. M. (2009), “Self-Selection, Endogeneity, and the Relationship Between CEO Duality and Firm Performance”, *Strategic Management Journal*, 30, 1092–1112.
- JAVID, A. Y. ve IQBAL, R. (2008), “Ownership Concentration, Corporate Governance and Firm Performance: Evidence from Pakistan”, *The Pakistan Development Review*, 47, 4, 643-659.
- JENSEN, M. C. (1993), “The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems”, *Journal of Finance*, July, 831-880.

- JENSEN, M. ve MECKLING, W. H. (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3, 287-322.
- JOHNSON, J. L., DAILY, C. M. ve ELLSTRAND, A. E. (1996), "Boards of Directors: A Review and Research Agenda", *Journal of Management*, 22, 3, 409-438.
- JOHNSON, M.S. ve RAO, R. (1997), "Does Antitakeover Protection Reduce Myopic Managerial Investment Behavior?", *Journal of Managerial Issues*, 9, 4, 497-511.
- JUDGE, W. (2012), "Owner Type as Emerging Area of Governance Research", *Corporate Governance: An International Review*, 20, 3, 231-232.
- KANG, E. ve ZARDKOOHI, A. (2005), "Board Leadership Structure and Firm Performance", *Corporate Governance: An International Review*, 13, 6, November, 785-799.
- KAYMAK, T. ve BEKTAS, E. (2008). "East Meets West? Board Characteristics in an emerging market: evidence from Turkish Banks", *Corporate Governance: An International Review*, 16, 6, 549-561.
- KESTEN, J. (2010), "Managerial Entrenchment and Shareholder Wealth Revisited: Theory and Evidence from a Recessionary Financial Market", *Social Science Research Network (SSRN)*, <http://ssrn.com/abstract=1555856>.
- KHANNA, T., ve PALEPU, K. (2000), "The Future of Business Groups in Emerging Markets: Long Run Evidence from Chile", *Academy of Management Journal*, 43, 3, 268-285.
- KIEL, G. C. ve NICHOLSON, G. J. (2003), "Board Composition and Corporate Performance: How The Australian Experience Informs Contrasting Theories of Corporate Governance", *Corporate Governance: An International Review*, 11, 3, 189-205.
- KIM, H. E. ve LU, Y. (2011), "CEO Ownership and Valuation", http://finance.bwl.univmannheim.de/fileadmin/files/areafinance/files/Paper_Finance_Seminar/Kim.pdf, 27.02.2014.
- KIM, H. E. ve LU, Y. (2011), "CEO Ownership, External Governance, and RiskveTaking", *Journal of Financial Economics*, 102, 272-292.
- KIM, K. A., KITSABUNNARAT, P. ve NOFSINGER, J. R. (2004), "Ownership and Operating Performance in an Emerging Market: Evidence from Thai IPO Firms", *Journal of Corporate Finance*, 10, 355- 381.
- KOBRIN, S. (1991), "An Empirical Analysis of The Determinants of Global Integration", *Strategic Management Journal*, 12, 17-31.
- KONGMANILA, X. ve KUMBARA, T. (2008), "Financial Performance of FounderveMANaged and ProfessionallyveMANaged SMEs: An Empirical Investigation of Lao Trading Firms", *Journal of International Development and Cooperation*, 14, 1, 13-25.
- KULA, V. (2005), "The Impact of the Roles, Structure and Process of Boards on Firm Performance: Evidence from Turkey", *Corporate Governance: An International Review*, 13, 2, 265-276.
- LA PORTA, R., LOPEZ DE SILANCES, F., SHLEIFER, ve A., VISHNY, R. (2002), "Investor Protection and Corporate Valuation", *Journal of Finance*, 57, 1147-1170.
- LA PORTA, R., LOPEZ DE SILANCES, F., ve SHLEIFER, A. (1999), "Ownership Structures around the World", *Journal of Finance*, 54, 2, 471-517.
- LA PORTA, R., LOPEZ, F., SHLEIFER, A. ve VISHNY, R. (1997), "Legal Determinants of External Finance", *Journal of Finance*, 52, 1131-1150.
- LA PORTA, R., LOPEZ, F., SHLEIFER, A. ve VISHNY, R. W. (1998), "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, 106, 6, 1113-1155.
- LA PORTA, R., LOPEZ, F., SHLEIFER, A. ve VISHNY, R. W. (1998), "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, 106, 6, 1113-1155.

- LEE, P. M. ve O'NEILL, H. M. (2003), "Ownership Structures and R&D Investments of U.S. and Japanese Firms: Agency and Stewardship Perspectives", *Academy of Management Journal*, 46, 2, 212-225.
- LEONIDOU, L. C., KATSIKEAS, C. S. ve PIERCY, N. F. (1998), "Identifying Managerial Influences on Exporting: Past Research and Future Directions", *Journal of International Marketing*, 6, 2, 81 – 111.
- LEWELLYN, K. B. ve MULLER-KAHLE, M. I. (2012), "CEO Power and Risk Taking: Evidence from the Subprime Lending Industry", *Corporate Governance: An International Review*, 20, 3, 289-307.
- LI, D., MOSHIRIAN, F., NGUYEN, P. ve TAN, L. (2007), "Managerial ownership and firm performance: Evidence from China's privatizations", *Research in International Business and Finance*, 21, 3, 396-413.
- LI, J. ve TANG, Y. (2010), "CEO Hubris and Firm Risk Taking in China: The Moderating Role of Managerial Discretion", *Academy of Management Journal*, 53, 45-68.
- LIEN, Y., PIESSE, J., STRANGE, R. ve FLATOTCHEV, I. (2005), "The Role of Corporate Governance in FDI Decisions: Evidence from Taiwan", *International Business Review*, 14, 739-763.
- LU, J. W. ve BEAMISH, P. W. (2004), "International Diversification and Firm Performance: The SveCurve Hypothesis", *Academy of Management Journal*, 47, 4, 598-609.
- LU, J., XU, B. ve LIU, X. (2009), "The Effects of Corporate Governance and Institutional Environments on Export Behaviour in Emerging Economies: Evidence from China", *Management International Review*, 49, 455-478.
- MAJOCCHI, A. ve STRANGE, R. (2012), "International Diversification The Impact of Ownership Structure, the Market for Corporate Control and Board Independence", *Management International Review*, 52, 879-900.
- MCGUIRE, J. – MATTA, E. (2003), "CEO Stock Options: The Silent Dimension of Ownership", *Academy of Management Journal*, 4, 3, 255-205.
- MORCK, R., SHLEIFER, A. ve VISHNY, R. (1988), "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315.
- NALDI, L., NORDQVIST, M., SJOBERG, K., ve WIKLUND, J. (2007), "Entrepreneurial Orientation, Risk Taking, and Performance in Family Firms", *Family Business Review*, 20, 1, 33-47.
- NICHOLSON, G. J. ve KIEL, G. C. (2007), "Can Directors Impact Performance? A CaseveBased Test of Three Theories of Corporate Governance", *Corporate Governance: An International Review*, 15, 585-608.
- NORTH, D. C. (1990), *Institutions, Institutional Change, and Economic Performance*, Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press.
- PENG, M. W. (2003), "Institutional Transitions and Strategic Choices", *Academy of Management Review*, 28, 2, 275-296.
- PENG, M. W. (2004), "Outside Directors and Firm Performance During Institutional Transitions", *Strategic Management Journal*, 25, 453-471.
- PENG, M. W., WANG, D. Y. L. ve JIANG, Yi (2008), "An Institution Based View of International Business Strategy: A Focus on Emerging Economies", *Journal of International Business Studies*, 39, 920-936.
- POLLOCK, T. G. ve FISHER, H. M., ve WADE, J. B. (2002), "The Role of Power and Politics in the Repricing of Executive Options", *Academy of Management Journal*, 45, 1172-1182.

- RAMAMURTI, R. (2004), "Developing Countries and MNE s: Extending and Enriching the Research Agenda", *Journal of International Business Studies*, 35, 4, 277–283.
- RASHID, A. (2013), "CEO Duality and Agency Cost: Evidence from Bangladesh", *Journal of Management and Governance*, 17, 989-1008.
- RECHNER, P. L. ve DALTON, D. R. (1991), "CEO Duality and Organizational Performance: A Longitudinal Analysis", *Strategic Management Journal*, 12, 155-160.
- RHOADES, D. l.ve RECHNER, P. L. ve SUNDAMURTY, C. (2001), "Board Composition and Financial Performance: A MetaveAnalysis of the Influence of Outside Directors", *Journal of Management Issues*, 12, 1, 76-91.
- RHOADES, D. ve RECHNER, P. L. (2001), "The Role of Ownership and corporate Governance Factors in International Entry Mode Selection", *The International Journal of Organizational Analysis*, 9, 4, 309-326.
- SANDERS, W. ve HAMBRICK, D. (2007), "Swinging for the fences: The Effects of CEO Stock Options on Company Risk Taking and Performance", *Academy of Management Journal*, 50, 1055–1078.
- SCHIEHLL, E. ve BELLAVANCE, F. (2009), "Boards of Directors, CEO Ownership, and the Use of NonveFinancial Performance Measures in the CEO Bonus Plan", *Corporate Governance: An International Review*, 17, 1, 90–106.
- SELEKLER-GÖKŞEN, N. – YILDIRIM-ÖKTEM, Ö. (2008), "Countervailing Institutional Forces: Corporate Governance in Turkish Family Business Groups", *Journal of Management Governance*, 13, 193-213.
- SELEKLER-GÖKŞEN, N. ve KARATAŞ, . (2008), "Board Structure and Performance in An Emerging Economy: Turkey", *International Business Governance and Ethics*, 4, 2, 132-147.
- SHLEIFER, A. ve VISHNY, R. W. (1997), "A Survey of Corporate Governance", *The Journal of Finance*, 52, 2, 737-783
- SHORT, H. ve KEASEY, K. (1999), "Managerial Ownership and the Performance of Firms: Evidence from the UK", *Journal of Corporate Finance*, 5, 79– 101.
- SOKOLYK, T. (2011), "The Effects of Antitakeover Provisions on Acquisition Targets", *Journal of Corporate Finance*, 17, 612–627,
- ŞİMŞEK, Z. (2007), "CEO Tenure and ORganizational Performance: An Intervening Model", *Strategic Management Journal*, 28, 653-662.
- TAN, R., – CHNG, P. L. ve TAN, T. W.(2001), "CEO Share Ownership and Firm Value", *Asia Pacific Journal of Management*, 18, 355–371.
- THOMSEN, S.ve PEDERSEN, T. (2000), "Ownership Structure and Economic Performance in The Largest European Companies", *Strategic Management Journal*, 21, 689–705.
- TIAN, J. J. ve LAU, C. M. (2001), "Board Composition, Leadership Structure and Performance in Chinese Listed Companies", *Asia Pacific Journal of Management*, 18, 245–63.
- ÜSDIKEN, B. ve YILDIRIM-ÖKTEM, Ö. (2008), "Changes in the Institutional Environment and "Nonveexecutive" and "Independent" Directors on the Boards of Firms Affiliated to Large Family Business Groups", *Amme İdaresi Dergisi*, 41, 1, 43-71.
- WALTERS, B. A., KROLL, M. ve WRIGHT, P. (2008), "CEO Ownership and Effective Boards: Impacts on Firm Outcomes", *Strategic Organization*, 6, 3, 259–283.
- WEIR, C. ve LIANG, M. (2000), "The Performance – Governance Relationship: The Effects of Cadbury Compliance on UK Quoted Companies", *Journal of Management and Governance*, 4, 265–281.
- www.bigpara.com, (28.12.2013).
- www.borsaistanbul.com, Borsa İstanbul, (28.12.2013).

- www.kap.gov.tr, Kamu Aydınlatma Platformunda (KAP) , (28.12.2013).
- YAMAK, S. (2006), “Changing Institutional Environment and Business élites in Turkey”, *Society and Business Review*, 1, 3, 206-219.
- YILDIRIM-ÖKTEM, Ö. ve ÜSDİKEN, B. (2007), “Reconciling FamilyveCentric and Professionalized Governance: Boards of Firms within Family Business Groups”, *Academy of Management Best Papers Proceedings*, Philadelphia, US.
- YOUNG, M. N., AHLSTROM, D., BRUTON, G. D. ve CHAN, E. (2001), “The Resource Dependence, Service, and Control Functions of Boards of Directors in Hong Kong and Taiwanese Firms”, *Asia Pacific Journal of Management*, 18, 233-43.
- YOUNG, M. N., PENG, M. W., AHLSTROM, D., BRUTON, G. D. ve JIANG, Y. (2008), “Corporate Governance in Emerging Economies: A Review of the Principal-Principal Perspective”, *Journal of Management Studies*, 45, 1, 196-220.
- YURTOGLU, B. B. (2000), “Ownership, Control, and Performance of Turkish Listed Firm”, *Empirica*, 27, 193-222.
- YURTOGLU, B. B. (2003), “Corporate Governance and Implications for Minority Shareholders in Turkey”, *Journal of Corporate Ownership & Control*, 1, 72-86.
- ZAHRA, S. A. (2003), “International Expansion of U.S. Manufacturing Family Businesses: The Effect of Ownership and Involvement”, *Journal of Business Venturing*, 18, 4, 495-512.
- ZATTONI, A. ve CUOMO, F. (2010) “How Independent, Competent and Incentivized Should Nonveexecutive Directors be? An Empirical Investigation of Good Governance Codes”, *British Journal of Management*, 21, 63-79.

Extended summary

The effects of management entrenchment on financial performance and risk-taking behaviour of firms

Abstract

The aim of this study is to examine how and which direction the management entrenchment affects both financial performance and risk-taking of firms from the point of view of emerging markets. The hypotheses developed in light of agency theory and stewardship theory are tested using secondary data drawn from 336 firms and through hierarchial analyses in which a series of the moderating variables are taken into account. The results of analysis show that management entrenchment affects financial performance and risk-taking behavior at different levels and various dimensions. When the findings are completely evaluated it can clearly be seen that the relationship between management entrenchment and organizational outputs is explained from the point of view of stewardship theory rather than agency theory.

Key words: Management entrenchment, financial performance, R & D intensity, internationalization.

The aim of this study is to examine how and which direction the management entrenchment affects both financial performance and risk-taking of firms from the point of view of emerging markets. This study will contribute to the related

literature while explaining the relationship between the management entrenchment and performance and risk-averse levels by using comprehensive entrenchment dimensions such as CEO empowerment, BCF entrenchment Index (E-index) and the board structure index. Moreover, this paper investigates this relationship in light of agency theory and stewardship theory but emphasizing Turkish firms' characteristics and Turkish institutional context differences such as many emerging economies. These emerging economies are characterized by weak legal system and external corporate governance mechanisms, under-developed markets for corporate control and family-owned and controlled large business groups. This context is expected to have an impact not only on the management entrenchment but also on the relationship between the management entrenchment and the performance and risk-taking averse of the firms.

In the present study, the research model that explains the impact of management entrenchment on performance and risk-taking behavior of firms by a series of control variables from the point of view of various theories. Management entrenchment was evaluated three levels such as the CEO empowerment, BCF entrenchment Index (E-index) and the strength index of board of directors. The CEO empowerment contained four dimensions such as CEO duality, CEO ownership (the equity stake held by CEO), the shareholder of CEO (or not), CEO as a professional manager or a founding family member. BCF entrenchment Index (E-index) contained six dimensions such as a classified or staggered board provision, limits to shareholder bylaw amendments, poison pills, golden parachutes, supermajority requirements for mergers and charter amendments. Board structure index (B-index) focused on the board independence sub-index such as board includes one or more independent directors, board has at least 30% independent directors, board has at least 50% independent directors, and CEO is not chairman of the board and audit committee sub-index such as audit committee exists and the firm has either permanent fiscal board or audit committee which includes minority shareholder representative. As the dependent variables of this study, financial performance was evaluated by ROA, ROE, sales growth and Tobin Q while risk –taking behavior of firms focused R & D intensity, international diversity level and multinationality (FSTS and FATA).

The hypotheses developed in this study are tested using secondary data drawn from 336 firms and through hierarchical analyses in which a series of the control variables are taken into account. The findings show that management entrenchment affects financial performance and risk-taking behavior at different levels and various dimensions. When the findings are completely evaluated it can clearly be seen that the relationship between management entrenchment and organizational outputs is explained from the point of view of stewardship theory rather than agency theory.

CEO empowerment has a positive effect on the ROA, ROE and sales growth at financial performance level and the international diversity and multinationality dimensions at risk-taking behavior level. Therefore, CEO empowerment in Turkish context exhibits the characteristics of emerging markets rather than developed countries. In other words, the relationship between CEO empowerment and financial performance and internationalization support the assumptions of stewardship theory.

As for CEO empowerment's sub-indexes, consistently with other studies in Turkish context, CEO duality has a positive effect on the all financial performance except for ROA. Although CEO duality are not recommended by almost all codes of good governance, Anglo-Saxon literature, Capital Markets Board, and new Turkish Code of Commerce because of effectively controlling of managers or CEO and transparency of the boards, CEO duality has no any negative effects on organizational results.

There is a negative relationship between E-index and the Tobin Q, international diversity and FATA, consistently with related literature. If the managers have more power in firm and the shareholders have low control rights, market-to-book value (e.g. Tobin Q) and internationalization are negative affected from this power. The principal-principal conflict prevails in the emerging markets such as Turkey. There is no the absence of other external mechanisms to protect minority shareholders. Therefore, the extent of the firm's internationalization may be hampered by E-index, especially for much more risky internationalization strategies such as international diversity and FATA. According E-index, management entrenchment exhibits risk-averse behaviors.

The finding of this study point out that B-index has positive effects on ROA, sales growth, R & D intensity, and FSTS consistently with agency theory. The more independence of board, the greater financial performance at ROA and sales growth levels. While the independence of board has a positive effect on the FSTS, however, there is no any effect on more risky internationalization strategies such as international diversification. In other words, the proportion of independent directors positively impact internationalization. In the case where independent directors dominate boards of directors, this is more likely to lead to risk-taking strategies. These findings may be interpreted as changing of functions of independent members on the boards of Turkish firms. Contrast to related literature, they begin to gain importance in Turkish board of directors.